全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前美联储主席保罗·沃尔克
中国人民银行参事盛松成
联袂推荐

美国货币体系

The American Monetary System
An Insider's View of Financial Institutions, Markets and Monetary Policy

一个内部人眼中的金融机构、市场和货币政策

William Wallace

[美]威廉·华莱士–著　陈代云–译

格致出版社　上海人民出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



图书在版编目(CIP)数据

美国货币体系:一个内部人眼中的金融机构、市场和货币政策/(美)威廉·华莱士著;陈代云译.—上海:格致出版社:上海人民出版社,2016.11
ISBN 978-7-5432-2671-5

Ⅰ.①美… Ⅱ.①威… ②陈… Ⅲ.①货币体系-研究-美国 Ⅳ.①F827.121

中国版本图书馆CIP数据核字(2016)第242125号

责任编辑 钱 敏
装帧设计 路 静

美国货币体系
——一个内部人眼中的金融机构、市场和货币政策
[美]威廉·华莱士 著
陈代云 译

出 版	世纪出版股份有限公司 格致出版社 世纪出版集团 上海人民出版社 (200001 上海福建中路193号 www.ewen.co) 格致出版 编辑部热线 021-63914988 市场部热线 021-63914081 www.hibooks.cn	印 刷	常熟新骅印刷有限公司
		开 本	720×1000 1/16
		印 张	15.5
		插 页	2
		字 数	245,000
		版 次	2017年1月第1版
发 行	上海世纪出版股份有限公司发行中心	印 次	2017年1月第1次印刷

ISBN 978-7-5432-2671-5/F·964 定价:48.00元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍
www.55188.com
理想藏书55188

致 谢

我要感谢我的好朋友，作家和文学评论家迪迪·卡萨德博士，是她的鼓励促成了本书的出版。对于她在整个项目期间所提供的持续帮助，我深表感激。还要特别感谢我的朋友和同事、北得州大学经济学系的主席托德·朱厄尔博士对整个项目的鼓励。最后，我要感谢北得州大学那些在我的班上使用过本书早期版本的学生，他们在我最初没能清楚地表述时，在对一些事实的澄清以及概念的区分上做出了不可估量的贡献。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前言

本书对建国以来美国货币体系的演变提供了非常全面的描述，具有很强的可读性，是一篇真正的杰作。毫不夸张地说，很少有人能够具有相应的天资、才干、学养和经验将其处理得当。但是，比尔·华莱士已经做到了。

本人在担任美国联邦储备委员会主席时，与比尔有过紧密的合作。因此，我从他的丰富经验、均衡而不偏颇的判断以及他对美联储和其领导层的奉献精神中受益良多。

在过去的几十年中，他在美国联邦储备委员会承担过各种工作，这为他置身于金融市场的变革与动荡，观察官方对此起彼伏的金融危机的反应提供了有利条件。我慢慢地认识到，他具有简明扼要地说清美国货币体系的能力，这种能力使得本书不仅仅是关于金融领域的一个参照点，同时也是对美国经济政治生活元素所做出的信息丰富且可读性强的分析。

比尔·华莱士是一名模范公仆，他将自己的分析技能与对货币政策及金融管制的实际问题的清晰认知结合在一起。他还喜欢教学。正是这些兴趣的结合成就了这本副标题为“一个内部人关于金融机构、市场和货币政策”的著作，这是多么贴近当今时代!

这本书不是对最近这场规模最大的危机进行眉毛胡子一把抓式的描述。它做了件更重要的事情。它将今天的问题放到了一个势不可挡的时代巨变背景之下，这些巨变具有一个电脑、互联网、即时通讯，以及拥有“合成”证券和“衍生”工具的世界的独特特征，它们同样也具有反复出现的市场特征。

显然，本书值得在您的书架上占有一席之地。

保罗·沃尔克

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

序

当今的金融系统唤起了人们的强烈情绪反应。有些人因为受到伤害而害怕；有些人从中看到了积累巨大财富的机会而倍感兴奋。还有人双手一摊，坦承对其一窍不通。与过去的几年相比，金融系统因为引入新的金融工具而变得更为复杂——即便是那些投资于这些新型金融工具的投资者和机构也未必完全理解它们。这样的高风险机会遍地都是，以至于不知不觉中进行冒险的人数与日俱增。不仅如此，在没有公开参与的情况下，人们的生活也能受到金融系统的影响。无需采取任何行动，一个人的养老金可能会因为利率的突然下降而大伤元气，或者，利率的上升导致抵押按揭贷款、信用卡或其他债务的月供上升。

本人在北得克萨斯大学讲授货币银行学的高级课程时，这一手稿的早期版本就是授课的教材。但在讲授这一学科几年，以及在联邦储备系统工作 27 年，完成了各种银行的咨询工作之后，我确信那些渴望了解这一金融系统的外行读者需要一本关于这一领域的著作。这就是我撰写本书的目的。我只是想把许多人对金融系统所产生的强烈情感转化为对金融系统的深刻理解。

为了充分了解我们当前的金融系统，我们必须回顾合众国成立之初的历史。我们金融史上的一些里程碑事件对于美国金融系统发展的方向产生了深远的影响。这包括了我们试图实行亚历山大·汉密尔顿的政策。他力主由一个强大的中央银行（或政府银行）来处理国家的金融需求以及公共债务的集中化问题。这些政策得到了华盛顿总统的支持，但是遭到了其他非常具有影响力的领导，如杰斐逊和麦迪森的强烈反对。

我们的英国先祖对于美国人处理金融事务的思维产生了很大的影响，例如，我们一次次对金本位的选择与放弃。直到尼克松总统 1971 年废除金本位，金本位在带给我们很多优势的同时也给我们制造了很多麻烦。现在，几乎全世界都在“法定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货币”的基础上运转，货币的价值完全取决于人们对于发行法定货币的政府的信任。

然而，正是发生在 20 世纪的一些事件造就了我们今天所熟知的金融系统。 这些事件包括：

- 1913 年《联邦储备法案》通过，建立起一个中央银行，这是在过去 100 年里塑造美国金融系统的一个重要因素。
- 存款保险的实施，以及 1933 年《格拉斯—斯蒂格尔法案》的某些其他规定，极大地影响了银行几代人的经营活动。
- 《布雷顿森林协议》，不仅为欧洲美元市场奠定了基础，反过来，也巩固了美元作为世界储备货币的地位。
- 20 世纪 80 年代早期，美联储在主席保罗 · 沃尔克的领导下所采取的遏制通胀政策，以身作则，对许多其他国家控制通货膨胀产生了影响，成为世界经济全球化中的有效参与者。
- 科技创新的力量在过去的四五十年中使得竞争和全球化程度加剧，并彻底改变了商业活动的一般方式。 尤其是，科技对金融业产生了巨大的影响，使其能以更有效、更低成本和更安全的方式向人们提供服务。

我将讨论当前美国经济中金融机构和市场的互动，并解释为什么这一金融结构中的每一部分对于实现经济的稳定和增长是重要的。 在这，强调了中央银行在实施货币政策来保护国家的货币以及促进经济增长的过程中所扮演的特定角色，并将其与其他具有成熟金融系统的国家（基本就是八国集团：美国，英国，加拿大，日本，德国，法国，意大利和俄罗斯）进行了比较。

我们观察到，其他国家羡慕美国的金融系统的根本原因是因为它能有效而高效率地运转。 但这并不意味着美国的金融系统在任何意义上都是完美的。 它有其自身的缺陷，它一次又一次地因为腐败而遍体鳞伤——这在 21 世纪初就已经很清楚。银行和其他金融机构卷入像安然、世通等公司的腐败丑闻，并进行了诸如盗用客户资金、对投资者做出虚假投资陈述等欺诈活动。 自最近的金融危机以来，我们一些最著名的金融机构为此付出了沉重的代价。

同时，这个系统很容易走过头和被滥用。 这将导致金融危机，例如最近始于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2007 年 8 月的次贷危机，6 年之后还对经济造成拖累。这几年来发生的许多其他金融危机已经引起我们的警觉，或成为我们的学习经验，促使我们对商业实践和管制进行变革。我们将考察几个这样的危机，看看它们为什么发生，以及对经济、金融系统的可靠性所产生的巨大影响。

本书讨论了国会和监管机构试图如何应对金融危机，以及为什么它们仅仅取得了有限的成功。在这样的背景下，我们研究了 2010 年国会所通过的《多德—弗兰克监管改革法案》，以及实施法令所要求的变革的过程。我希望读者能够就这些变革的长期有效性形成自己的观点。

然而，事实上美国的金融系统基本运转良好，并且仍有许多其他国家在仿效。因此，可以说研究美国的金融系统等同于研究世界的金融体系——并不是所有的国家在做每一件事情上都是如出一辙。差异确实存在，但趋势是，主要国家在金融实践以及立法和管制上越来越接近。随着国家之间从彼此的经验中学习，金融系统将变得更为相似。由于科技变革的传播，一个地方形成的问题可以马上传染到世界各地，例如最近从美国开始的次贷危机，以及起源于希腊的欧洲危机等，因此，共同的实践在今天显得更为必要。

总的来说，我的目标就是让先前外行的读者获得对金融系统如何运转，为什么作为一个整体对于经济如此重要，以及它的优点和缺点是什么有一个广泛的了解。同样，读者应该理解美联储、其他的监管者和中央银行在做什么，能够对其行动加以批判，并就为什么赞成或反对他们的行动说出一些具有一定深度的见解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目录 Contents

第一部分　关于货币、金融机构和市场的历史视角

第 1 章　从黄金到纸币，是什么赋予货币价值？　003

金属货币　004 / 纸币的出现　005 / 美国银行以及它们所参与的纸币发行　006 / 建立中央银行的尝试　006 / 1863 年国民银行法（美钞法案）　008 / 向纯粹金本位靠拢　009 / 黄金白银之间的政治学　011 / 作为美国中央银行的联邦储备系统的建立　012 / 关于货币更广泛的定义　013 / 金本位的灭亡　016 / 20 世纪 30 年代的教训　017 / 参考文献　019

第 2 章　当今金融世界的驱动力是什么？　020

第二次世界大战及其后果：布雷顿森林协定　020 / 欧洲美元的诞生　022 / 美元作为世界储备货币　024 / 变革的力量：技术，竞争和全球化　025 / 自由贸易和资本的自由流动　027 / 金融领域变化节奏加快　028 / 今天的金融机构：影子银行出现　029 / 参考文献　030

第二部分　银行业：资产负债管理；银行监管

第 3 章　银行资金从何而来？　033

中介　033 / 银行的资产负债表　035 / 金融控股公司　037 / 资金来源：活期存款　038 / 资金来源：活期存款之外的来源　040 / 准备金要求　041 / 存款保险　042 / 非存款资金来源　043 / 贷款政策的变化及定期拍卖工具　053 / 表外项目　060 / 参考文献　062

第 4 章　银行如何利用自己的资金？资产负债表的资产　063

银行准备金和部分准备金制度　064 / 盈利资产，投资，政府和政府机构证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

065 / 盈利资产，投资，公司证券 070 / 盈利资产：贷款 073 / 贷款中的风险 076 / 贷款和资产支持证券的销售与证券化 077 / 银行资产评估：盯市问题 081 / 参考文献 082

第 5 章 谁拥有银行？ 银行资本金与巴塞尔协议 083

资本金的本质 083 / 资本金水平 084 / 巴塞尔协议：巴塞尔 I 085 / 大到不能倒 086 / 银行绩效评价 087 / 缺口分析 088 / 参考文献 090

第 6 章 我们的银行安全性如何？ 关于金融系统的监督和管制 091

骆驼(CAMELS)评级 095 / 巴塞尔 II 096 / 巴塞尔 III 和后续方案 097 / 当银行倒闭时 099 / 参考文献 100

第三部分 金融市场和金融风险管理

第 7 章 系统如何运作？ 市场的纪律 103

资本市场的演变 103 / 资本市场对经济的重要性 104 / 衍生品市场 105 / 市场与交易所 106 / 美国和欧洲之间的市场竞争 108 / 运作模式和高频交易 110 / 市场活动测量 112 / 投资者在市场中的行为 114 / 金融机构在美国市场中角色的改变 116 / 商业票据 117 / 参考文献 118

第 8 章 谁为美国产业融资？ 商业银行与投资银行的相关作用 119

银行在企业融资中的作用：一个国际比较 119 / 投资银行 121 / 债券评级 122 / 贷款和证券的辛迪加 124 / 债券市场与利率行为 128 / 公司债 134 / 投资银行在并购中的作用 136 / 信贷定价：伦敦银行同业拆借利率 137 / 债券收益率曲线 139 / 关于信托公司的一个注解：1907 年的恐慌 141 / 房利美和房地美的问题 142 / 参考文献 143

第 9 章 什么出了差错，我们为解决它做了什么？ 金融危机年表 145

赫斯塔银行的倒闭 145 / 1984 年大陆伊利诺斯银行危机 146 / 1990—2005 年的日本金融危机 146 / 1995 年的国际信贷商业银行金融丑闻 147 / 1995 年巴林银行倒闭 148 / 1997—1998 年的东南亚金融危机 148 / 1998 年俄罗斯金融危机 150 / 1998 年对冲基金和长期资本管理公司崩溃 151 / 2002 年安然局势 153 /

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2000—2002年互联网公司危机 154 / 2007—2012年次贷危机和相关的衰退 154 / 华尔街改革和消费者保护法案(多德—弗兰克法案) 156 / 参考文献 158

第10章 为什么金融风险急剧增加,行业如何应对? 159

管理金融风险 159 / 衍生产品的本质:价值在哪里? 160 / 期货 161 / 期权 165 / 信用衍生产品:信用违约互换 166 / 互换 168 / 风险与衍生产品综述 169 / 支付系统风险 169 / 参考文献 172

第四部分 中央银行和货币政策

第11章 联邦储备系统的目的和功能是什么? 175

联邦储备的三大功能 175 / 联邦储备系统的结构 176 / 货币政策 179 / 货币政策对象和目标:短期和长期 180 / 货币政策工具和手段 185 / 贴现率政策 186 / 法定准备金政策 187 / 参考文献 188

第12章 美国货币政策如何制定及其如何影响国内和全球经济? 189

公开市场政策 189 / 设定目标 194 / 从利率转向货币供应量目标 196 / 回归利率目标 199 / 联邦公开市场委员会 199 / 公开市场操作 204 / 交易台的一天 206 / 全球货币政策与欧洲危机 208 / 紧缩与刺激的政策辩论 210 / 美元的价值:一个政策性问题 212 / 关于美国联邦储备在美国政府中的法律地位 213 / 中央银行资产负债表的一个解释 215 / 参考文献 217

第13章 与美联储之缘:一些个人回忆 218

我与亚瑟·F.伯恩斯的关系 219 / 与其他机构和外国中央银行的关系 221 / 一美元硬币 221 / 货币伪造 222 / 伯恩斯时代的结束 225 / G.威廉·米勒的空位 225 / 保罗·沃尔克的勇气 227

后记 229

文献资料 230

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



第一部分

关于货币、金融机构和市场的历史视角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 1 章
从黄金到纸币，是什么赋予货币价值?

美国的货币体系是从国际金本位制度演变而来。以其纯粹的形式而言，金本位制度在美国只存在了很短的一段时间——大约从 1879 年开始，到 1914 年结束。但是，在美国，金本位的一些变化形式，也就是部分金本位直到 1971 年才结束。从那时起，没有任何一种美国货币由金属支持。因此，在近一百年来，我们一直在这一问题上摇摆不定。

如果像许多人所相信的那样，金本位是如此的美好，为什么美国没有一直实行金本位？这并不是金本位本身的问题，而是它的管理方式问题。此外，一些外部力量，如战争和萧条，同样影响到了它的有效运作。

近年来飞涨的黄金价格，在 2011 年到达过 1 865 美元每盎司的峰值，显示出人们将购买黄金作为对未来通货膨胀的对冲手段，反映出了人们对美元信心的恶化。持有黄金能够达到这一目的吗?

事实表明，黄金作为一种投资显然有其不足之处。不像债券和股票，黄金不给投资者产生任何收益。它不产生利息或股息。在一个大多数投资品——包括股票和债券——仅以电子形式存在的时代，黄金是一种必须储存并看管的有形实物资产。黄金作为投资品的价值取决于它未来价格上涨的可能性，因为投资于黄金的收益完全来自于资本收益。在过去的 30 年中，有研究表明，用黄金对冲通胀的效果并不令人满意(Hubbard and O'Brien，2012)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金属货币

金属货币在世界各地流行了好几个世纪。不同的金属，不仅黄金，还有白银和铜，在同一时期或不同时期曾经被用作货币。例如，瑞典在 17 世纪早期使用铜本位，而到了 18 世纪后期则使用银和铜双金属本位。其他欧洲国家和美国都尝试过双金属本位，要么是黄金和白银，要么是白银和铜等。

然而，因为要为两种金属确定官方价格(铸造价格)，双金属本位的管理更为困难。这为两种金属的价格之间建立了一个比率关系。例如，15½ 比 1 就是一个在许多国家普遍接受的比例，也就是，一盎司黄金的官方价格是一盎司白银的官方价格的 15½倍。但是金属的市场价格却是波动的，低于或高于官方价格的情形经常会发生。如果白银的价格下跌，比方说降至 16 比 1，但是官方比率保持不变，人们可以用一盎司黄金买 16 盎司白银。于是乎，正如我们所预料的，黄金的所有者将会购买白银将其铸造成银币，然后在市场上使用银币而不是黄金。于是，如果这些市场价格占了上风，白银最终将会取代黄金成为货币金属。这一现象被称为“格雷欣法则”，也就是所谓的“劣币”(更便宜的白银)，将驱逐“良币”(更昂贵的黄金)。即便只存在细微的市场价格差异，套利者将会使得套利进行下去。

在最后的分析中，金属货币没有令人愉悦的解决方案。实际中能够使用的最小的金币对于许多交易而言显得价值过大。因此，黄金必须与白银，或像在一些国家所发现的那样，与一些便宜的金属一起使用。这些便宜的金属被铸造成代币，并任意给定它的价值为最小的金币的价值的一小部分。但是这些代币很有容易被假冒，因此，这并没有提供一个令人满意的解决方案。

在定义什么是“金本位”时我们务必小心。记住，我们提到金属货币时，我们是指在这一系统中，无论是由公共机关或私人铸造成硬币，金属本身就是作为流通的交换媒介或货币。铸币所体现出来的市场价值通常等于其面值，当然代币除外。我们今天所指的金本位通常意味着一种纸币得到黄金支持的货币制度——不是黄金本身作为交换的媒介。无论如何，古老的金属货币体系持续了这么长的时间令人惊讶，尤其是，在中世纪的意大利货币中心，人们就已经发现金属货币在正常的商业中是如此的令人不满意和繁琐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

停下来想想当时和现在之间的真正对比是有用的。想象一下为了进行国际贸易清算而用货船把大量的重金属从这个国家运到另一个国家，或者用铁路和马车满足国内的支付需要的场景吧。

今天，人们可以在线以光速转移银行资金进行清算即时终局，也就是说不存在在途资金的问题。①这也就是说，现在交易出清无需等待并且不需要搬运任何实物，如纸张，来对交易进行清算。清算通过银行账户的余额电子转账完成。风险实际上被消除，准确性得到提高，业务极大地被简化。

纸币的出现

到了 19 世纪初期，一些国家开始试验纸币，大多数纸币都是法币，依照政府法令或许可而发行，没有贵金属支持。尽管对纸币的合法性存在巨大的困惑和怀疑，事实情况是，国内贸易和国际贸易都出现了增长，金属货币体系越来越不尽如人意。基于纸币的商业体系变得越来越普遍。在 18 世纪早期，英格兰已经引入了各种纸质金融工具——债券，票据，股票，黄金和白银的仓单等。

这就是“商人银行业”的萌芽时期。商人们是最早的银行家；他们利用自己多余的资金提供贷款并提供保管（存款）服务。在这一过程中，他们发出仓库收据（这些收据可以像今天的支票一样交易）作为具有价值的实物资产，如黄金或白银的所有权凭证。这与我们现在对银行的定义（任何接受存款、发放贷款的机构）完全一致。

在此期间，英国显然已经取代了意大利和其他欧洲大陆中心而成为世界的金融中心，因而开始了被称为“朗巴德街”的时代。②

① “在途”是指交易结算的延迟，这将导致交易金额的双重计算。例如，在老的纸质支票系统中，如果在我的银行存入一张支票，银行在开票行收到支票并从支票开票人账户扣款之前就给予我一个信用额度，这就存在一笔交易金额在途的情况。直到 2004 年《支票 21 号法令（Check 21 Act）》颁布，国会才取消了支票必须回到开票行的要求。现在，银行之间通过电子影像来为交易进行清算，支票实物再也不需要在第一家存入行之外传递。这就消除了在途现象。

② 参见 Bagehot（1873）。这本书随着在 21 世纪早期被重新发现。白芝浩在其所处时代，以一个银行家和《经济学人》的编辑的视角观察当时的金融系统，预示了银行业和货币政策领域当今出现的许多情况。本书已成为经典。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国银行以及它们所参与的纸币发行

在1791年，接近美利坚合众国建国初期，美国有四大商业银行。第一家银行是1782年在费城成立的北美银行，另外波士顿、纽约和巴尔的摩各占一家。在这一时期，美国的金融史开始变得有趣。

新的美国宪法第I条，第8节，第5段，授予国会“制造货币并调节其价值”[4, p.95]的排他性权利。我们现在简单地将这句话解释为发行任何货币的权力。请记住，宪法起草于1787年，当时在这个国家使用的货币要么是金币，要么是银币。唯一的其他选择是“大陆货币”，它是大陆议会批准使用的法定货币。在革命时期，它充分发挥了作用，但是其币值缺乏支持，这意味着它变得没有什么价值，并很快退出流通。当然，许多美国人，在革命前和革命后，继续使用着英国货币。英国货币当时在各地都被接受。

宪法同样在第I条，第10节禁止各州发行货币(Corwin, 1978)。因此，“货币发行功能”正如后来所宣称的，被宪法确定为联邦政府的垄断权力。

然而，在那时候银行得到了各州的特许，可以发行通货票据(currency note)(银行纸币，bank note)。这样的票据是它们的发行银行的、而不是政府的一种明确义务。因此，宪法的禁令并不适用于这些通货票据。

有些州立银行发行贵金属支持的银行纸币，并承诺这些纸币一经要求即可兑换白银或黄金。另一些州立银行发行的纸币则没有贵金属支持，这使得它们自身的声誉变得利害攸关。许多银行兑现这些义务，一经要求即按照面值予以兑换白银或黄金。另一些银行则不是这样。这样一来，很大一部分银行纸币只能按照面值的一定比例进行贴现或兑换。这种不一致带来了很大的混乱，并导致民众对银行纸币缺乏信心，这是第19世纪早期美国金融史如此混乱的主要原因。

建立中央银行的尝试

这一时期有两次建立中央银行的失败尝试——第一次是1791—1811年间成立的美国银行，第二次是1816—1836年间成立的第二美国银行。第一任美国财政部长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亚历山大·汉密尔顿提出成立美国银行，他认为国家需要一个处理与其他国家的贸易结算、巩固殖民地债务、应付未来债务的中央银行，而且，在一般情况下，中央银行是政府的银行。①罗恩·切尔诺，汉密尔顿的传记作者，认为他"……将构建一个强大国家的各种构件准备到位:公共信用、一个有效的税收制度、海关服务，现在，还有一个强大的中央银行"(Chernow，2005，pp.334—355)。

成立一个政府银行的主意遭到了时任国务卿的托马斯·杰斐逊的强烈反对，他认为联邦政府成立银行违反宪法。②约翰·亚当斯和杰姆斯·麦迪逊加入了他的反对阵营。在杰斐逊看来，银行是"……榨取穷人，压迫农民，导致奢华享受之风、颠覆共和国的朴素的工具"。亚当斯认为银行系统是"……富人用以剥削穷人的骗局"，他视银行家为诈骗犯和盗贼而不屑与其为伍。华盛顿总统站在了汉密尔顿这一边，但是，第一美国银行是一家特许的、有私人股东，但负责处理政府业务的私人银行。实际上，当时其他国家的中央银行也是按照私人银行的形式组织。由于受到私人从政府业务中牟取暴利以及其他的腐败指控，国会允许银行的特许期为 20 年，到 1811 年结束。

1816 年成立第二美国银行是又一次尝试。此时，由麦迪逊总统执政。麦迪逊最初确实反对第一美国银行，但是后来改变了主意。1812 年与英国的战争已经说服了麦迪逊总统需要改善对国家财政的控制。在第二美国银行成立不久之后，尼古拉斯·比德尔，费城一个有着突出声望的银行家族的成员，被董事会任命为总裁。

第二美国银行同样也是按照 20 年的特许期进行组织，成功运作了几年，直到比德尔先生与 1829 年就职的安德鲁·杰克逊杠上为止。又一次出现关于牟取暴利和腐败的指控，并且时任总统的杰克逊是一位民粹主义者，他认为所有的银行都是邪恶的，否决了国会重新对其特许的企图。总统随后让财政部从美国银行收回所有联邦

① 许多人会在本讨论中看到一个颇具讽刺意味的比较:美国在 18 世纪 90 年代所面临的问题与 21 世纪欧洲货币联盟在面对成员国时的情况非常相似。在最近时期，欧洲试图建立一个财政联盟，将合并成员国的债务以缓解与解决希腊危机和其他国家，如意大利和西班牙的潜在危机。这让人联想到亚力山大·汉密尔顿在提出美国银行的观点时所摆出的一些问题。

② 本书中提及的中央银行是指目前普遍接受的中央银行的定义，中央银行由政府出于经济稳定和保护货币的目的而拥有并经营。在早期，大多数中央银行为私人银行，并由政府授权完成一些辅助性的活动。第二次世界大战以来，情况已不再是这样，所有的中央银行现在都是各自国家政府的机构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资金，并重新存到全国各地的私人银行。这一釜底抽薪，导致了第二美国银行的寿终正寝。杰克逊的否决国会咨文已经成为民粹主义的文献经典(Meacham，2008)。

这些事件对我们的金融系统的发展产生了深远的影响，并与我们19世纪的货币史的混乱摆脱不了干系。从1836年到1913年，美国没有中央银行。

在20世纪的第一个十年，由于发生了持续而又频繁的金融危机(或恐慌)，所有人，包括民粹主义者，都认识到需要一家中央银行来控制经济的波动和保护国家的货币——或者，换言之，控制通货膨胀。关于这个国家现有的中央银行——联邦储备系统产生的详细讨论，将在随后的几章展开。

1863年国民银行法(美钞法案)

1863年，为了解决美国南北战争期间焦头烂额的战争融资问题，国会通过了《国民银行法(美钞法案)》。这就为5 000万绿背纸币美元的发行开了绿灯。这些绿背美元不能兑换金银，而是完全建立在公众对美国财政部的信心之上。再次，这些钞票都是法定货币，被标记为“美国票据(US Notes)”，有时也被称为“国债”。

该法案同样核准特许成立“国民银行”，并在财政部内部成立了美国货币监理署负责对国民银行发放特许状。该法案规定，其条款仍然要求，根据特许成立的银行在其名称中必须使用“国民(national)”或国民协会(national association)的缩写“NA”。

最后，该法案授权国民银行发行国民银行纸币。国民银行纸币是银行而不是政府的负债。这些发行的纸币被要求有100%的美国国债支持，美国国债可以是短期票据，中期国债和长期国债。

与此同时，国会采取了一个非常大胆的举动，对州立银行发行的纸币依其面值征税10%，这最终使得州立银行纸币退出流通。很明显，国会的企图就是将州立银行斩草除根。但是，这并没有成功。当时尽管许多州立银行变更为国民银行牌照并成为国民银行，许多州对此进行了抵制(Friedman and Schwartz，1963，pp.18—19)。

这些举措是在美国推行“双轨银行制度”的开始。银行可以从联邦政府或州政府取得牌照，直至今日，这种独特的情况依然存在。稍后，我们将在讨论限制州立银行开设分支机构等一些有特色的州立银行法律时更深入地讨论这种双轨银行现象。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些因素造成了美国的银行的家数远远超过其他国家，也超过了国家对银行数量的需求。

虽然国民银行法通过强化公众对货币流通的信心而带来了一些改善，但是它并没有彻底解决问题。货币的价值仍然动荡，货币膨胀猖獗，金融恐慌出现了。金融恐慌最初表现为货币短缺，并从 19 世纪的剩下的年份到 20 世纪早期之间一直持续。(这些发展的时间脉络可见第 9 页)。

向纯粹金本位靠拢

1844 年英国颁布了《银行特许法》，成为纯粹金本位的先行者。在这一体系下，发行纸币的价值与这个国家所持有的黄金价值之间有一个固定的比例。在理论上，这种固定关系可以设定在任何给定的水平之上，也就是，1/1，5/1，10/1 和 20/1，但是为了维护这一体系的信用，这些比率一经确定就必须固定。金本位时期一个非比寻常的问题就是那些陷入财务困境的国家任意变更黄金储备比率，从而扭曲了金本位制度。

美国银行业发展的时间线

1781	十三州联邦国会特许北美银行成为第一家美国银行
1787	美国宪法起草，授权国会发行货币(第 1 条，第 8 节，第 5 段)并禁止各州发行货币(第 1 条，第 10 节，第 1 段)
1791	美国银行作为一家私人银行得到国会特许，被授权充当联邦政府银行
1811	美国银行的特许状到期
1816	国会特许第二美国银行成立，具有与第一美国银行类似的权力
1832	安德鲁・杰克逊总统否决了对第二美国银行的重新特许。他还将联邦政府基金从第二美国银行转移分散至全国各地的银行
1836	第二美国银行的特许状到期
1863	根据 1863 年国民银行(美钞法案)，一些国民银行成立，并在财政部成立货币监理署负责发放国民银行特许状并监管国民银行
1913	联邦储备法案确立联邦储备系统为美国的中央银行
1927	麦克法登法案禁止银行跨州开设分支机构，使得国民银行和州立银行在开设分支机构受到同样的规则约束
1933	1933 年银行法案(格拉斯—斯蒂格尔法案)创立了联邦储蓄保险公司，并将银行业与证券行业进行隔离
1935	1935 年银行法案设立了联邦公开市场委员会(Federal Open Market Committee，FOMC)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

1946	1946年就业法案指令美联储对充分就业、经济增长、稳定价格与汇率负责
1956	银行控股公司法案和(对麦克法登法的)道格拉斯修正案明确了银行控股公司的地位,并将对银行控股公司的监管责任授予美联储
1977	联邦储备法案进行修订,美联储的政策目标确定为充分就业和稳定物价
1980	货币控制法案对所有的存款机构提出统一的准备金要求,将其置于联储的监管之下并将每个账户的存款保险提高至10万美元
1982	存款机构法案(加恩圣—日耳曼法)扩大了储蓄机构在商业和消费信贷领域的权利
1989	金融机构改革、复兴和强化法案(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act, FIRREA)为解决储贷(Savings And Loan, S&L)危机提供资金,创立纾困信托公司(Resolution Trust Company)解决破产储蓄机构问题,并创立储蓄机构监理局(Office of Thrift Supervision, OTS)对储蓄机构进行监管
1991	联邦存款保险公司改进法(Federal Deposit Insurance Improvement Act, FDICIA)对联邦存款保险公司大动手术,对"大而不倒"实施了限制,要求联邦存款保险公司建立基于风险的保费政策,并由美联储对在美国的外国银行进行监管
1994	里格—尼尔州际银行和分行效率法(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)去掉了所有禁止银行跨州展业的规定,并核准跨州设立分行
1999	格雷姆—里奇—比利雷法(Gramm-Leach-Bliley Act)废除了格拉斯—斯蒂格尔法案的部分内容,去除了有关银行和证券分业经营的限制
2002	萨班斯—奥克斯利法案(Sarbanes-Oxley Act)要求CEO和CFO对财务报表做出保证,并且要求审计委员会保持独立
2010	华尔街改革与消费者保护法案(Wall Street Reform and Consumer Protection Act)(也就是多德—弗兰克法案,Dodd-Frank Act)永久性地将存款保险覆盖提高到每个账户25万美元,增强了对金融行业的监管,扩大了联储的权力,消除大而不倒,提出对银行的资本金要求,以及对银行的自营交易采用沃尔克规则,并实施了一些其他方面的新规则。直到2013年晚些时候,该法案仍然在实施过程中(在第9章进行进一步的讨论)

19世纪的工业革命带来了发展金融体系以促进经济增长的压力。到19世纪70年代,其他处于工业化进程中的国家都效仿英国实行了金本位,而英国当时被公认为世界金融领袖。这些国家包括德国、丹麦、挪威、瑞典,以及最后美国也在1879年加入这一行列。

当这些国家将其黄金储备比例固定下来之后,这实际上形成了一个固定汇率体系——例如,在第一次世界大战之前,1盎司的黄金的价格为20美金;在英国,被设定为4英镑每盎司,因此,这就自动地为美元和英镑设定了一个5美元兑换1英镑的汇率。因此,所有实施金本位的国家彼此间被锁定在相似的固定汇率之上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

这一制度的优势在于通过消除了汇率波动的不确定性而促进了国际贸易的发展。工业化世界一直维持着金本位，直到 1914 年第一次世界大战的爆发。

黄金白银之间的政治学

同时，金本位在美国也有着很大的争议。民粹主义运动的领导人威廉·詹宁斯·布莱恩是内布拉斯加州参议员，并且三次成为总统候选人。他代表的主要是西部和南部农民和小业主等农业部门经济的利益。这些人主张“软钱”，他们希望将美国货币建立在白银的基础之上。在 19 世纪后期，美国出口产品中 75%为农产品，他们相信降低美元的价值将促进出口。因此，他们激烈地反对金本位。大多数学习美国历史的学生都会记得布莱恩在 1896 年民主党全国代表大会上的讲话，他说:“你不应当将荆棘编制的皇冠压在劳动者的眉头;你不应当将人类钉死在黄金的十字架上。”事实上，1896 年的选举是美国历史上的总统选举中，货币供应成为并占据选举中心议题的一次选举(Bernstein，2000)。

代表东部制造业利益的“硬钱”的倡导者，则坚持金本位。他们希望美元的交换价值高，以此促进在美国的外国投资。这都迫切需要为工业扩张，尤其是铁路建设提供资金。

金本位的拥护者认为，纯粹的金本位将有两个主要的优点:(1)它会带来物价的稳定，从而压低通货膨胀，防止中央银行和政府在没有挖掘出更多黄金的情况下扩大货币供应。(2)它会自我调节。也就是说，因贸易逆差所造成的黄金外流将会导致国家的货币贬值。这将促进出口和带来抵消性的黄金流入，这将使得货币的价值重新上升。

另一方面，反对者认为金本位不能在货币供应方面提供足够的灵活性——后来被称为弹性货币。因此，货币供应不能以足够的速度扩张以支持一个增长的经济。金本位的支持者，实际上赢得了这场战争，但是我们将看到，他们的胜利是短暂的，因为金本位注定不会长久。

随着国家进入 20 世纪，美国继续生产银券。银券由白银支持，而美国票据(或国库券)是一种法币，由 1863 年国民银行法授权发行。我们同样有国民银行纸币，它们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是纸币发行银行的负债，但是有美国国债的支持。在美联储被确立为美国的中央银行之后，大多数货币逐渐向联邦储备券转换。它们变成了联邦储备系统的债务，而不是财政或单个银行的债务，这一点与流通中的其他票据存在不同。

作为美国中央银行的联邦储备系统的建立

1893年和1907年的两次金融恐慌是美国在过去100年里所经历的最糟糕的金融恐慌。它们实际上是由于货币短缺所带来的经济衰退，为批评人士一次又一次地反对金本位的呼声提供了注解。由于金本位限制了货币供给，货币短缺意味着无法充分满足经济运行对货币的需求。货币弹性存在不足。①所有政治派别都最终相信有必要建立一个中央银行去创建一个具有弹性的货币，并且在银行急需资金时为它们提供流动性。

许多提议建立中央银行的草案被送到了国会。其中最著名的是由罗得岛州的共和党参议员纳尔逊·奥德里奇，也就是纳尔逊·奥德里奇·洛克菲勒的祖父所提出的草案，他后来成为了纽约州州长和美国的副总统。他的中央银行方案参考了英格兰银行的模式，但有所不同的是，方案还包括了15个处于私人银行控制之下的被称为国民储备协会的分行。如果1912年的选举没有受到干预的话，这一方案极有可能被通过。共和党总统威廉·霍华德·塔夫脱竞选连任，但由于前总统西奥多罗斯福作为第三方的候选人加入选战，最后民主党人伍德罗·威尔逊赢得选举。

威尔逊对平民主义观点抱有同情，因此他更支持一项主要由弗吉尼亚国会议员卡特所提出的方案。这一方案变成了以国会议员格拉斯和俄克拉荷马州参议员罗伯特·莱瑟姆·欧文格命名的格拉斯—欧文提案。总统支持这项提案，国务卿詹宁斯·布莱恩·威廉同样如此，从而使其最终成为1913年12月23日通过的联邦储备法案。该方案提出了一个分散的中央银行结构，以这样的方式来保持中央银行的控制免遭银行业的插手，尤其是以纽约货币中心的银行为代表的东部金融利益的控制。②

---

① 参见Bruner和Carr(2007)。在136页开始有关于1907年的恐慌的进一步讨论。这一插曲对国会通过建立中央银行的联邦储备法案起了很大的推动作用。

② 参见Meltzer(2003)。见第1，2，3章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们将在第 11 章对联邦储备系统的结构和功能进行进一步讨论，这一章将专门讨论货币政策。在这个阶段，我们讨论的重点是那些使得该提案获得通过的问题。值得一提的是，在 1914 年，美国最终建立起了一个能够成功创造弹性货币供应，并且能够通过为银行贴现他们所持有的客户的商业票据而向其贷款以确保银行系统的流动性的中央银行。在这些早期年代，系统按计划运转良好(Meltzer，2003)。

美联储在 1914 年 11 月份开始运转，就在这一年，欧洲爆发了第一次世界大战，但是美国到 1917 年才参战。战争对于世界金融形势的影响，在当时是不可能预期到的，同时，战争也在很多方面改变了世界。因其妨碍筹措必要的战争款项，大多数国家在第一次世界大战期间放弃了金本位。一旦某一个国家放弃了金本位，几乎所有的国家都会放弃它。金本位有效运转的前提是，它必须是一个国际性的系统。

在其运行初期，美联储宣布支持金本位并完全打算继续这样做。但是，正如我们将看到的，恢复到战前的金融结构已经实际上没有可能。

关于货币更广泛的定义

为了理解经济系统中货币的重要性，我们必须考虑货币的功能是什么——也就是说，人们希望货币能为他们做什么?

首先，货币是交换的单位。所有商品和服务的价格通常以货币单位表示——美元，欧元，日元，卢布，元，英镑等。人们因此习惯于以获得它们所需要的货币数量来衡量商品或服务的价值。

当然，没有货币的经济在技术上是可行的，但是所有的商业活动必须以易货贸易的方式进行。在现代，这样的系统将是不可想象的，因为任何商品的价格必须用所有其他可以交换的商品来进行标示。例如，对于 N 种商品，它们彼此之间进行易货交换的话，必须有 N(N−1)/2 个价格。然而，令人惊讶的是，人们仍然可以发现在世界各地使用易货交易的实例。我所能记得的是，例如，在上世纪 90 年代，在苏联解体后不久，当俄罗斯经济很不稳定，卢布价值相当不稳定的时候，易货交易就发挥着作用。香烟，伏特加，一桶石油，百事可乐等经常成为货币的替代品。因此，货币作为交换的单位是一个非常有用的功能，这通常被认为是理所当然的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货币的第二功能是价值储存。在金属货币时期，金属货币实物具有与其面值相等的内在价值，所以这一特征被经常使用。在现代，人们通常不喜欢因其内在价值而持有现金，因为它仅仅是一张纸。相反，人们会倾向于把他们所持有的货币投资于可以产生收益的工具——债券或股票，一个储蓄账户或定期存单(CD)，或一些预计将增值的收藏品：珠宝，艺术品，古董汽车，或者，也许今天还包括比特币。因此，当持有货币不会产生前面所说的收益是一个主要的缺点的同时，另一个潜在的缺点就是通货膨胀会造成货币价值的贬损。除此之外，大多数发达经济体中的人们现在所具有的一个优势是，他们现在可以随时快速地从他们的银行账户抽取资金或者对其所投资的工具进行清盘，在今天这种高效的市场，几乎不费任何时间。所有这些都有赖于货币可以存贮价值这一概念。

第三个功能，也是最重要的功能，货币是交换的媒介，即货币使得交易得以进行。人们倾向于持有货币是因为他们未来可能需要用其进行开支、投资或投机，或者仅仅是在有紧急情况下备用。约翰·梅纳德·凯恩斯将这些持有货币的动机分别描述为：交易需求，预防性需求和投机的需求。他将这些总结为他所定义的人们的“流动性偏好”或囤积资金的需求(Keynes, 1936)。熊彼特指出，承认人们持有货币的欲求与利率相关可以追溯到18世纪末亨利·松顿的研究(Schumpeter, 1959)。

随着人们对什么是货币本质的理解发生了变化，关于货币的观念也发生了很大的变化。在19世纪后期，人们把普遍接受的银行汇票(支票)视为货币已成为普遍现象。支票付款系统的效率已达到使得支票，也被称为存款货币，成为货币供应的一个重要组成部分。多年来，联邦储备系统已实施和执行的法规要求银行按支票的平价或面值进行支付。很长一段时间以来，一些银行对支票支付实行一定程度的折扣，这使得收款人受到克扣。根据美联储监管条例J(Federal Reserve Regulation J)的精神，这种做法是非法的，但是这种做法一直持续到20世纪60年代后期。此外，同样是在监管条例J中，美联储对支票转付给收款人之前在银行的滞留时间也做了严格的限制。①因此，支票已经成为一个几乎完美的替代货币。虽然因拖欠、资金不足和账户关闭等等而产生的更高程度的风险，与支票的所签发的总价值相比，这些事件是非常

① 这是当今金融界的共同说法，在金融媒体中，联邦储备系统被称为“联储”，本书遵循了这一传统。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

罕见的。第 10 章的“支付系统风险”这一节，讨论了降低对纸质货币的依赖，进一步强化支付系统的问题。

支票支付快速增长所产生的影响（今天，借记卡的使用）以及它们被接受的普遍性，意味着可签发支票的银行存款与钞票和硬币一样，都是货币。因此，储蓄存款必须算作总货币供给的一部分，支票和借记卡仅仅是货币从一个持有人到另一个持有人之间的转移工具。

美联储拥有并发布关于货币供应及其增长速率的数据，因此，它对货币供应的定义是常用的定义。有三个彼此关联的基本数据：M1，M2 和基础货币（Monetary Base）。M1 是可立即用于开支的货币的最具流动性的指标。它包括流通中的钞票和硬币，银行支票存款和旅行支票。M2 的定义更宽，它是 M1 加上小额定期存款（100 000美元以下），储蓄存款，货币市场存款账户，和货币市场共同基金。这些都是可以迅速转换成现金的项目。

截至 2013 年 2 月 28 日，M1 是 2.5 万亿美元，流通中的货币是 1.1 万亿美元，大概为其 44%。但是美国所发行的货币的三分之二，也就是大约 7 590 亿美元是在美国以外并由外国人拥有而不能在本国使用。考虑到这一点，支票存款占了 M1 中国内货币供应的 86%（Board of Governors of the Federal Reserve System，2013）。截至同一日期，M2 是 10.4 万亿美元。

当美联储，以及大多数金融分析师，从货币政策的角度谈论货币时，它所指的是货币供应总量。M2 被认为是最可靠的统计，美联储本身在大多数分析中使用 M2 数据。

衡量货币供应的另一个统计指标为基础货币，这是流通中的货币加上银行系统的总储备。这个数字在 2012 年 5 月 16 日是 2.6 万亿美元。在这个定义中，银行系统的总储备是指银行可供出借的所有资金的总和；对于个别银行而言，这意味着该银行的金库现金加上它在其他银行的存款，在联邦储备银行的存款也被包括在内。

M1 和基础货币只是看待同一概念的两种方式；M1 是基于美国银行系统资产负债表的负债方，而基础货币则是从资产方面进行计算。因此，在正常情况下，随着时间的推移，M1 和基础货币在数字上相对接近。这三个货币供应指标在金融出版物中通常被称为“货币供应量”。

信用卡的增长和自动取款机使用增加减少了支票和现金的使用。同时，借记卡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

(实际上就是支票的电子替代品)近年来的使用增长很快,到 2011 年在美国经济中的交易规模就已经与现钞和硬币的交易规模并驾齐驱。在 2002 年达到每年签发 600 亿美元的峰值之后,支票在美国的使用以每年 4%的速度下降。

当经济增长时,各种支付类型的总支付都会增长。支票在总支付中的下降被电子支付手段的快速增长所抵消。这些电子支付手段包括了信用卡、借记卡、其他电子货币卡,在线银行的预授权支付,以及其他的电子支付系统,如 PayPal,它现在吹嘘已经超过 1 亿用户。总体而言,其结果是在 2012 年美国人持有 6.1 亿张卡片,欠款总额约 8 500 亿美元,这导致一些观察家推测,使用货币的末日指日可待。

然而,在最后的分析中请记住,正是货币供应量中的支票存款为所有这些系统的正常工作提供了支持。它们都是建立在银行存款的基础之上,并通过银行系统进行处理和清算。

这些关于货币供应的不同定义,进一步说明了伴随着金本位的各种复杂情况。记住,金本位的发展始于货币的概念局限于货币为流通的媒介,金属或纸质的货币得到黄金的支持的时代。今天,在货币总供应中应用金本位将需要决定使用哪一个货币供应总量作为建立与这一指标相关的黄金储备比率。在我们的现代文化中,这实际上几乎不可能实施或对其进行管理。

金本位的灭亡

第一次世界大战开始时,金本位在欧洲和美国被正式终止。欧洲国家放弃金本位是因为,在金本位的限制之下,它们无法为战争获得足够的资金。其结果是,欧洲各国政府都开始出现赤字。英国和一些其他国家向美国借款,美国首次成为债权国。这带来了一个转变,世界的金融中心开始从伦敦的伦巴特街变成纽约的华尔街。

在所有实行金本位的国家中,关于英国最致力于金本位这一观点还有待商榷,但是在第一次世界大战之后,英国试图重新回到金本位。美国追随英国的脚步,试图重建金本位,但是由于受到大萧条的影响,大多数国家不得不再次放弃它。许多经济史学家,包括本·伯南克,美国联邦储备委员会现任主席,认为在大萧条开始的时候,金本位的存在增加了大萧条的严重程度,在这些国家最需要流动性的时候,金本位对这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

些国家扩张流动性形成了抑制。

美国 1934 年通过了黄金储备法，该法废除了私人以货币用途持有黄金。这是美国首次脱离金本位，但这不是最后一次。黄金持有者，包括所有银行和联邦储备银行，被要求将其作为货币发行所持有的黄金上缴，并按照当时每盎司 20.67 美元的官方价格接受补偿。

紧跟这一举措，美国政府通过将黄金的价格提高到每盎司 35 美元而正式将美元贬值。这种贬值是一种极端的政策，除非在紧急情况下才会使用，而当时确实存在这种必要性。货币贬值，在贸易伙伴中一般不得人心，这是因为使得他们向贬值的国家出售商品变得困难。当然，美元贬值对美国是有利的，这使得美国的商品对于外国人来说变得更便宜，从而促进美国的出口。这是一个国家摆脱经济衰退的一种方式，这也是制定这一政策的主要原因。

在实施黄金储备法之后，美国对货币采取了 40%的黄金储备比例，后来进一步降低到 25%。这意味着我们在诺克斯堡的金库中保持的黄金的价值是所发行货币价值的 25%，在这，仍然是根据货币，而不是根据 M1，基础货币，或其他总的货币供应量指标而确定。

尽管不是非常彻底，大多数人认为黄金储备法使得我们脱离了金本位。即便人们不再使用黄金进行交易，美国仍然实行“部分黄金储备”制度。我们有时将其称为“金块本位”制度，也就是说，财政部所持有的黄金并没有铸成金币流通，而是以金块的形式储存。

20 世纪 30 年代的教训

美国在 20 世纪 30 年代学到了很多经济学知识。当时国家没有今天这种应对经济危机的制度结构。事实上，也许有人会说，根据发生在 2007—2012 年的经济灾难可以判断，这个国家的监管体系还不够完备。国会已经部分地纠正了这方面的不足，在 2010 年 7 月通过了《华尔街和消费者保护法案》(《多德—弗兰克法案》)。我们将在第 9 章讨论该法案的细节。

确实，国家拥有了比 20 世纪 30 年代更好的财政和货币政策工具，有联邦存款保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险公司(FDIC)的保护，即便在危机面前，它也能保护银行系统的运转。而在 20 世纪 30 年代，许多银行关闭并不是因为它们资不抵债，而是因为缺乏流动性。如果在今天，它们不会也不应该会遭受被关闭的命运。流动性破产是指自身无力偿付、同时也无法借到资金偿付当前债务。然而，资本性破产是指银行的负债超过其资产，在美国银行法律制度下，资本性破产必须关闭。在大萧条的初期，许多银行发生了挤兑——储户们排着长队从银行撤回他们的资金。根本没有办法阻止这种恐慌，这在大多数情况下开始只是一个流动性问题，但是最终往往导致银行倒闭。

在 20 世纪 30 年代，如果在美联储有足够的抵押品，银行可以向美联储借款，然而许多银行抵押品耗尽，从而资金的来源也就变得枯竭。因此，国会成立了联邦存款保险公司，并通过了 1933 格拉斯—斯蒂格尔法案(1933 银行法)，这些措施恢复了存款人对银行系统的信心，降低了银行挤兑所造成的冲击。当联邦存款保险开始时，它对每一账户的存款覆盖上限为 2 500 美元。多年以后，这一上限增加至每个账户 10 万美元，由于严重的经济衰退，这一上限在 2008 年被提高至 25 万美元，并且在 2010 年的多德—弗兰克法案中，这个数字已经被永久设置为保险上限。我们将在第 3 章对存款保险进行进一步的讨论。

同时，在上个世纪 30 年代，各国和它们的银行也学会了在国际清算中绕过黄金的方法。美国、英国和法国在 1936 年通过三方协议，无需转运黄金就解决了彼此之间的交易清算问题。在清算中，它们只需转移银行账户上余额，这与我们今天通过支票或银行汇票，或最有可能的是，通过电子方式进行转移完全相同。同样，人们通过延长信贷，不再需要对每一交易进行逐笔清算，而是在每一期末通过电子转账进行净额清算。具有讽刺意味的是，世界上其他国家在多年之后才理解(或信任)这个清算机制(Meltzer，2003，pp.538—545)。然而，这一做法开始将国际贸易中金本位必不可少的神话慢慢打破。

甚至有些中央银行，在一代又一代的持有黄金之后，已经认识到黄金并不重要，并开始通过出售黄金盈利，如澳大利亚储备银行。当市场价值有时超过账面价值 40 倍时，更有动机出售黄金。例如，美国财政部的资产负债表上显示有 110 亿美元的资产，这是所持有的黄金按每盎司 42.22 美元的官方价格折算的价值。这些黄金，如果按照 2011 年所达到的最高价格，将价值 4 850 亿美元。财政部持有黄金并在自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产负债表上报告其价值，然后发行与联邦储备系统等值的“黄金凭证”。于是，美联储的资产负债表上显示名目为“黄金凭证账户”的资产为 110 亿美元【16】。

参考文献

1. Hubbard RG, O'Brien AP(2012) *Money, banking, and the financial system*. Prentice-Hall, Boston, pp.432—433.
2. Thornton H(1802) *An inquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain*. Reprinted by AM Kelley, New York, NY, 1962.
3. Bagehot W(1873) *Lombard Street: a description of the money market*. Reprinted by Richard D. Irwin, Inc., Homewood IL, 1962, with new introduction by Frank C.Genovese.
4. Corwin ES(1978) *The Constitution and what it means today*, 1978 edn, Fifth Printing. Revised by H.W.Chase and C.R.Ducat. Princeton, Princeton University Press, p.95.
5. Chernow R(2005) *Alexander Hamilton*. The Penguin Press, New York, pp.344—355.
6. Meacham J(2008) *American lion: Andrew Jackson in the White House*. Random House, New York, p.210.
7. Friedman M, Schwartz AJ(1963) *A monetary history of the United States, 1867—1960*. Princeton University Press, Princeton, pp.18—19.
8. Bernstein PL(2000) *The power of gold: the history of an obsession*. Wiley, New York, pp.276—279.
9. Bruner RF, Carr SD(2007) *The Panic of 1907*. Wiley, New York.
10. Meltzer AH(2003) *A history of the Federal Reserve, volume I: 1913—1951*. (With a foreword by Alan Greenspan). The University of Chicago Press, Chicago.
11. Keynes JM(1936) *The general theory of employment, interest and money*. Harcourt, Brace and Co, New York, Chap.13.
12. Schumpeter JA(1959) *History of economic analysis*. Oxford University Press, New York, p.720.
13. Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistical Release H. 6. Money stock measures. 21 March 2013.
14. Wolman D(2012) *The end of money: counterfeiters, preachers, techies, dreamers—and the coming cashless society*. DaCapo Press, Boston, Introduction and Chap.4.
15. Bernanke BS(2000) *Essays on the Great Depression*. Princeton University Press, Princeton
16. Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistical Release H.4.1. Factors affecting reserve balances. 24 May 2012.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 2 章
当今金融世界的驱动力是什么?

第二次世界大战及其后果：布雷顿森林协定

我们从 20 世纪 30 年代幸存下来，却发现在 40 年代必须面对各种不同的经济问题。第二次世界大战摧毁了世界各国的经济。1944 年，在战局已经清楚地表明盟军胜券在握时，来自 44 个自由国家的代表，不包括德国和日本，在美国的邀请下齐聚新罕布什尔州的布雷顿森林召开会议，对战后世界经济进行讨论和计划。①

有人担心，世界将滑向第二次世界大战前的严重衰退和(或)将面临严重的通货膨胀，第一次世界大战后这曾对欧洲形成了严重的打击。多数国家希望防止这两者发生。会议取得了三个主要成果：建立了国际货币基金组织(IMF)；组建了国际复兴开发银行(IBRD)，现在通常被称为世界银行；在世界主要国家之间建立了固定汇率制度。

战争结束之后，IMF 由其成员国出资成立，成员国既包括了布雷顿森林会议的参会国，也包括了后来被邀请加入的其他成员，包括德国和日本。它的功能主要是帮助成员国稳定其货币。时至今日，IMF 仍然继续扮演着这一角色，多数人会认为它很好地发挥了作用，但是它对它所帮助的一些国家所要求的一些特定政策产生了很大的

① 关于布雷顿森林的更多有意思和更详细的讨论见 Steil(2013)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

争议，这些政策对这些国家造成了经济紧缩的反作用。2009年20国集团会议上达成了为IMF增资并扩大其作用的协议。（注：20国集团是由八国集团加上阿根廷、澳大利亚、巴西、中国、欧盟、印度、印度尼西亚、韩国、墨西哥、沙特阿拉伯、阿拉伯、南非和土耳其。欧盟算作一个成员，尽管它的四个成员都是独立的20国集团成员）。

正如其名字所暗示的，世界银行是作为一个开发银行而成立的。它最初的任务就是帮助各国重建在战争中被毁的基础设施。世界银行这一项工作完成得非常好，它现在主要的工作是帮助发展中国家建立和加强它们的经济。与IMF不同，世界银行资助项目一般不用自有资金，而是进入资本市场发行债券或票据筹集运营资金。

布雷顿森林会议的第三大成果，也许是其对当时世界所产生的最重要、最长远的影响，是在各国之间达成了建立了一个固定汇率体系的协议，该协议对于所有参与的国家以及后来加入的国家都适用。根据这一计划，每一国家都同意将其汇率盯住美元，而美元将以每盎司35美元的价格盯住黄金。再次，出于国际清算的目的，黄金回到了人们的视野。

美元是第二次世界大战后所有重要货币中唯一稳定的货币。因此，实际上，美国之外的世界其他地方都要依靠美元来稳定货币。最初被排除在外的日本和德国，加入了这一过程，具有讽刺意义的是，他们后来分别成为世界第二大和第三大经济体。

布雷顿森林协定发挥了预期的作用，向和平时期的过渡比较顺利。然而，在重建战败国的制度与基础设施方面有太多的工作要做。意识到第一次世界大战后向战败国索取巨额赔偿中的诸多错误，战胜国此时意识到他们必须为先前的敌人重建它们的经济。

即使在美国，做出这个决定也备受争议；有人更愿意看到轴心国解体，把它们削弱到再也不能对和平形成威胁的程度，尤其是德国，在过去100年之内三次发动战争。

在战争结束后，实际上几乎每一个国家都存在对美元的巨大需求，因此世界各地美元严重短缺。然而，后来随着美国开始实行马歇尔计划和其他对外援助项目，美元开始大量流出美国。随着外国人持有越来越多的美元，最终结果是出现美元泛滥。由于我们依然致力于坚持布雷顿森林协定项下向任何要求将美元兑换为黄金的人履行承诺，美国开始担心外国持有的美元会抽空我们现有的黄金供应。

此外，到20世纪50年代末60年代初，各种情况越来越清楚地表明仅靠美元不足

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

以支持稳定全世界货币的努力。到了20世纪60年代,我们对外国美元持有者的债务已经超过了我们的黄金储备。幸运的是,一个意想不到的结果出现了。外国人满足于持有美元而不是黄金,因此,美国所害怕看到的危机从没发生过。直到今天,情况依然如此。

但是,显而易见的是,我们将不得不放弃布雷顿森林协定。保罗·沃尔克,当时的财政部长,后来的美联储主席,负责与世界各国进行把固定汇率转换为自由浮动的汇率的谈判。实际上,这些谈判造就了大多数国家当前所使用的国际汇率和清算系统。过渡直到1973年才完成(Volcker, 1992)。在这个新的体系中,所有的货币都通过市场进行连续定价,经济失衡将产生对汇率的纠正压力(Smith and Walter, 2003)。换言之,每一国家的货币都受制于货币市场的供需情况,其汇率可以到达这些条件所确定的任何水平。大多数主要国家都转换为浮动汇率,这一体系缓解了当一个国家面临金融危机时进行调整所带来的痛苦,就这一点而言,人们普遍认为这是一个卓越的系统。①

从布雷顿森林协定中摆脱出来给予了理查德·尼克松总统一个机会。在1971年8月15日,他颁布了一项行政命令,完全取消了黄金对于美元的支持。这对于负责每日监测25%的黄金储备比率的美联储而言是一个很大的解脱。这一事件被称为"尼克松冲击",它标志着美元与金本位的完全脱钩。自这一举动开始,这个国家的货币制度已经是100%的纸币制度。现在,美联储维持着一个至少等于发行在外的货币的国债供给规模。

在本文对脱离金本位的讨论中,我们不要忘掉究竟是什么赋予货币价值。第一,只有它所代表的面值被普遍接受,货币才有价值;第二,是支持它的实体的信誉使得它正直可靠且被人们接受。就美国而言,这一实体就是美国政府。

欧洲美元的诞生

在布雷顿森林协定运行的25年期间出现了一个始料未及的情况,整个世界都依

① 1997—1998年的东南亚金融危机很清楚的说明了这一事实。受影响的国家一直保持汇率固定,因为他们与其他货币如美元和日元挂钩。这使得他们处理金融危机更难,因为在遭受危机打击时,市场已经无法通过逐步调整其货币的价值,以缓解大量资本从这些国家流出的冲击。更多的讨论请见第9章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

赖于美元作为储备货币并稳定经济。世界各地的银行累积了大量的美元存款,外国人使用这些美元,利用美元进行借贷和投资,并在没有足够的其他货币支持的情况下进行风险投资。在布雷顿森林协定下,美元实际上成为世界其他国家的储备货币,从而建立了后来欧洲美元市场的基础结构。它为美元成为世界主要储备货币搭建了舞台,时至今日,美元仍然保有这一地位。布雷顿森林协定是使用欧洲美元的开始。欧洲美元是指在外国银行或美国银行的外国分支中的美元存款。尽管这个前缀正确地表明了这个市场始于欧洲,欧洲美元市场已经成为一个世界性的市场。由于大量的美元在美国以外流动,并且不受美国货币当局的控制或管理,美国官员最初认为他们已经创造了一个怪物。美联储担心如果不可控,这些美元流回美国将形成一个可怕的通货膨胀问题。

然而,因为外国人继续需要美元用于美国之外的需求,所以这一关切尚无必要。欧洲美元市场的一个主要用户是苏联。它需要美元来重建其基础设施,但是他们不想求助于美国银行,因为他们担心因为政治原因,美国可能冻结其资产。他们通过欧洲美元市场得到了他们想要的东西。对于许多国家而言,这一市场变得非常有用,因为在这外国人可以获得本国货币之外的其他货币,这对于那些本国货币疲软或者供应量有限的国家而言,欧洲美元市场就是一个赐物。

曾近有过努力,例如,欧洲隧道,欧洲迪士尼,挪威水电系统以及前铁幕国家原来国有企业的私有化,但本国货币供应的不足使得这些项目无法进行。这些项目的管理者转向资金充裕的欧洲美元市场。史密斯和沃尔特指出,单凭这些公司在本国以本币建设,这些项目都是无法消化的(Smith and Walter, 2003, p.317)。

由于缺乏可靠的统计数据,对欧洲美元市场的规模估计五花八门。它已经从1964年谨慎估计的200亿美元规模增长到了今天几万亿美元的水平。然而,一般的看法认为,欧洲美元市场是当今最大的资本来源,占到了国际贷款90%的规模。无论如何,在世界金融体系中,欧洲美元市场已经独树一帜。

我们要记住造成混乱的一个共同来源:欧洲美元是美元而不是欧元。欧洲美元中的前缀“欧洲”造成了这个混乱。同样有“欧洲”这个前缀的其他金融工具,例如:“欧洲债券”是指在美国之外发行的、以美元计价的债券;“欧洲股票”是指在美国之外发行的、以美元计价的股票。还有欧洲商业票据。此外,美元之外的其他货币也同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

处理——例如，欧洲日元是指日本之外的日元存款。

仍然还有潜在的混乱。由于欧洲货币联盟（欧元区）最近开始发行债券，这是欧元区所有成员的集体负债，它将被称作什么？它是一个欧洲债券？等等！已经有一个欧洲债券了！有人试图绕开这个问题将其称为“欧元区债券”。答案尚未确定，因为这些问题都是新问题。

抛开这些混乱的命名问题，欧洲美元市场必将继续成为主要的世界金融市场，并对全球金融产生着深刻的影响。例如，近几十年来对欧洲美元市场的日益依赖，实际上意味着世界范围的资本管制的终结。在世界各地银行都可以获得美元，以及将美元进行电子转账的能力使得资本管制的实施变得更难。尽管直到 20 世纪 60 年代，各国对资本流动的限制司空见惯，但是现在都已基本消失，世界金融系统现在的特点就是资本到处自由流动。剩下的一个主要例外是中国，而且它也正朝着取消这样的限制迈进，尽管其速度是如此的缓慢（Smith and Walter，2003，p.20）。

美元作为世界储备货币

美元继续维持世界主要储备货币的含义是，外国人有持有它的意愿，或者是以现金，或者是以美元计价的金融工具形式，如欧洲美元存款、欧洲债券、欧洲股票或美国国债。前面已经提到，流通在外的 1.1 万亿美元中有 2/3 是在美国之外。①也就是说，当我们把欧洲美元市场和其他的美元计价工具加在一起时，意味着美元在全世界得到广泛使用。

这一现象归功于美元的长期稳定性，以及它相对于其他资产而言实际上是无风险的特征。这是因为有一种“安全港”的说法，即与其他地方相比，钱在美国更安全；同样，美国国债从未出现过违约。即便在 2007—2012 年的金融危机时出现过对美元活力的质疑，美元依然保持强势，正如所预测的，全世界更多地涌向美元而不是逃离它。

经济学家们和世界市场当前思考的一个问题是欧元是否可能最终取代，或至少

---

① 见美联储的资产负债表，第 184—185 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

部分取代美元成为世界储备货币的问题——欧元在欧洲的19个国家流通,并且很快随着更多的国家融入欧元区而在更广的范围内流通。到目前为止,欧元取代美元的这种情况尚未出现。①

此外,欧洲肇始于希腊金融危机的风暴在2010年向意大利和西班牙蔓延,并可能殃及更多的国家,这严重地侵蚀了欧元在世界舞台上作为美元替代者的可信度。与很多人所预期的相反,不仅欧元没有挽救希腊,反而希腊差点葬送欧元。

即便这些危机可能会过去,欧元会重新成为一个强势的世界货币,但是我们也不能想当然地接受这个结论。这场竞争中的一个重要因素将是欧洲中央银行如何管理好欧元的稳定性,相对应的是,美联储如何管理好美元。这些问题将在第11章和第12章的货币政策中得到进一步的讨论。

变革的力量:技术,竞争和全球化

到目前为止,在我们的讨论中已经完成了美国金融体系是如何发展到今天这般模样的一个概述。让我们把注意力转向那些当前在世界经济中发挥作用的力量,以及这些趋势如何帮助塑造金融产业及其市场和机构。

基本上有三个主要的力量在起作用,它们已经影响并帮助形成了美国的金融体系和我们今天所知道的世界。第一大力量是技术创新——尤其是在信息技术领域。这一趋势改变了开展生意的方式并大大提高了生产效率。第二大力量是竞争。由于技术的变化。竞争变得更加激烈。第三是全球化的力量,它紧随技术和竞争的相互作用,进一步提高竞争力量的强度。

自由贸易协定和自由贸易区的建立已将商业活动的范围扩展到了全世界。全球化已经成为一个有争议的,甚至带有感情色彩的术语。今天,我们要看看这些趋势是怎样对商品和服务的销售与成本,以及对人产生影响。例如,在2006,全世界的所有贸易中27%以上的贸易为国与国的贸易。严格的内部或国内贸易为剩余的73%。随着欧盟的成立,对外贸易的定义已经发生了改变,这是因为其成员之间的贸易已经

---

① 见"欧盟成员"一表,第109页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定义为国内贸易。

在全球基础上，对外直接投资自1986以来已经翻了两番，同一时期组合投资增长了八倍。这些数字说明了我们以前讨论的一些体制性和结构性的变化已经并正在继续对全球经济所产生的整体效果。

由于技术进步，今天可以更容易和更有效地将商品和服务输送到世界各地，对于货币(资本)同样如此。资本管制已实际上被消除，如前所述，资本自由流动的趋势已经在全球范围内指日可待。如今人们可以更容易和更快地进行沟通以及通过电子网络以光速进行全球支付。这就减少或消除了货物短缺和瓶颈。由于即时获得信息，曾经导致整体经济波动的旧的库存周期，实际上已被“实时生产”所取代。

竞争的增强使得公司擅自提高价格更难。因此，通货膨胀得到了更好的控制。其结果是经济规模增大、就业增加，人们生活水平提高。这些都是积极的结果，在宏观上讲，它们都是无可争议的事实。

但是在这种变化过程中也产生了一些不利的影响。这些趋势所带来的好处并没有被平等地分享。当工作岗位从一个国家转移到另一个国家时，分裂就不可避免地发生。而且，当商业的全部功能都被外包时，当国家变得越来越依赖于根据地在其他国家的经营活动时，将会面临政治上不确定性的更大风险。举例来说，在美国生产的商品大幅下降已经成为一个政治和经济问题。许多人有一些理由觉得，国家需要在商品和服务上有某种意义的平衡，这样在出现不利的情况下，国家才能得以自我维持。我们已经看到在美国已经出现了巨大的阻力，例如，阻止一家中国公司，即中国海洋石油总公司对一家主要的能源公司的收购。同样，迪拜资本接管和管理美国所有的港口的建议也遭到了反对。这两个收购企图遭到挫败，是因为美国公民将这些举措视为在产业的关键领域对外资依赖的增加。有人可能会问，“这是仇外心理，或只是掌控自己命运的一个实际问题?”

因此，变革产生了正面和负面的反应，如近年来在西雅图，魁北克，热那亚，布拉格，爱丁堡召开八国集团的全球会议时发生的骚乱。有人进行反对全球化的抗议。为什么？我认为，反对全球化就像站在海边抗议浪潮的潮起潮退。这是关于我们对这一过程有多大程度上的控制的问题。然而，问题依然存在：对一些人而言，全球化是“……国际资本主义的进行曲，带来了压迫，剥削和不公平。”对其他人而言，这就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

竞争,新技术,以及自由贸易的必然结果;这是一种水涨船高,大家都受益的结果,它通过贸易和资本流动实现了经济一体化。这本书将不会解决这个问题。读者必须选择正确的答案!

目前,有必要正视全球化存在的事实。然而不幸的是,政治修辞经常掩盖了事实。研究表明,美国经济从内包中获得的好处远远超过了外包的损失。这是一个宏观的角度,它不会帮助或安慰那些在当地工厂失去了工作的人们。然而,旨在帮助因贸易或技术发展原因而失去工作的工人的职业培训和教育政策比毫无意义的抗议更为明智(Bernanke, 2007)。

自由贸易和资本的自由流动

在全球化中有两个相关、但可分离的问题。一个是自由贸易本身,就提高生产效率、提供更便宜的商品和服务和更高的生活标准而言,大多数人会同意这是自由贸易的好处。另一个是资本自由流动。资本自由流动具有两面性:积极一面是它促进外国投资,自由贸易和在全球促进就业、提高收入和促进经济增长;消极的一面就是当资本突然撤出的时候它会破坏市场,工作等等,就像发生在1997—1998年的东南亚危机一样。

第二个问题,即资本自由流动,是银行在其中有自己的角色的问题。这是一个更加复杂的问题,近年来由于世界经济的发展,资本已经实际上形成了一个自由市场。在早些年份,甚至在20世纪60年代,各个国家对于资本进入和流出自己的国家采取限制措施是非常普遍的。尽管对资本流动的限制仍然存在,但今天,科技的发展,银行业的全球化,欧洲美元的广泛使用,已经使得对其采取有效的限制变得更加困难。

CIA2010年世界概况指出,国家,作为一个基岩性质的经济、政治机构,逐渐失去了对人、货物、基金和技术的控制。银行已经成为资本流动的波动的加害者和受害者。美联储主席伯南克表示,“政策制定者面临的挑战是确保全球经济一体化的好处能够被足够广泛地分享——通过帮助失业工人得到必要的培训并利用新的机会——这样,提高福利的变化才可以获得到共识”(Bernanke, 2007)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融领域变化节奏加快

到目前为止，从讨论中应该可以明确，并不是与金融部门相关的所有问题都是经济问题。其中一些是政治或文化的问题。然而，银行和其他金融机构必须在特定的经济环境和市场体系中运作。经济环境和市场功能决定了银行是否可以成功运转，也就是说，是否能够盈利、经受得起经济环境变化的考验并继续发挥功用。一般而言，银行并没有在改变的过程中成为领袖；它们是被动地对改变做出反应。但除非银行迅速适应他们客户的需要，如：全球或跨国公司，企业，个人等，否则，他们会成为历史的尘埃。

接下来的章节将说明银行业的环境已经发生了何等巨大的改变，以及该行业如何苦苦紧跟时代巨变。近年来，金融业的发展使关于银行的传统观念已经变得过时。例如，虚拟银行的出现，使得开展银行业务不再需要有一个实体银行。此外，即使生活在这个国家最偏远的地方，只要有电话线，互联网接入，人们仍然可以进入主要金融中心，如，纽约，伦敦，法兰克福，东京的金融市场购买或出售金融资产，贷款或借款，其容易程度就像身处华尔街或正在与大通银行，美国银行，德意志银行进行交易。

改变的步伐从没有比现在更快，其影响也从未有如此深远；我们正在射击的是一个移动目标。在过去的几十年里，这个改变的过程是如何体现的？竞争使得实践、法律和管制出现了全球趋同的趋势。金融实践的变化导致了法律法规出现了或好或坏的变化。一个又一个的国家顺应了以美国为主、欧盟为辅所领导的变革。到目前为止，日本抵制进行重大的改变。经济史学家迈克尔·林德已注意，在美国经济和社会中所发生的由技术驱动的变革与美国的政治和法律机构适应这种变革之间存在一个滞后，这一滞后有时会长达几十年(Lind，2012)。

关于这一现象的一个例子是1998年花旗与旅行者保险合并成立花旗集团。当时的法律不允许这样的合并。1933年格拉斯—斯蒂格尔法案禁止银行和保险公司的合并。然而，该公司在假设国会修改法律的前提下，就宣布双方合并。他们确实做到了。现在人们发现存在一些遗憾，许多人呼吁恢复格拉斯—斯蒂格尔法案，但无论好坏，这是一个法律和法规进行改变以适应实际情况的例子。

技术变革是促使企业进行并购的驱动力，同时也是继续推动行业竞争的主要力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

量。在通过电子方式转移资金并快速完成清算的能力方面，在使得信息——利率、汇率、价格——瞬间即可获得方面，企业经理、基金经理、银行家、商人、投机者、洗钱者等从这些信息中获利的所有人现在知道，他们在任何时候所面临的机会，不论好坏，都是世界性的。

现在的技术使得市场可以 24 小时实时运转，时区变得不再重要。正如技术消除了银行物理存在的必要性一样，对于市场，纳斯达克已经证明了同样的理念。它是一个没有纽约证交所那样的交易大厅的完全的电子网络。这些基于市场的例子将在未来几年大大扩张，随着主要交易所从大量依赖实物设施转变为电子设备，这样的市场的例子在未来几年之后还要更多。任何人都可以从任何地方进行银行活动、交易或投机；操作系统正在或将要变得对用户透明，如前面指出的，所有这一切需要的是互联网接入。

因此，我们正在见证一个“范式转变”，过时的法律、法规和海关已经被公认为不能禁止人们利用他们所能获得的技术。人类对知识的压倒一切的欲望似乎一次又一次的克服了政治上的阻力。

今天的金融机构：影子银行出现

今天的金融机构可分为两大类—存款类金融机构与非银行金融机构。请看下面的列表。

存款类金融机构(DFI)：

- 商业银行
- 储蓄机构(储蓄和贷款协会，互助储蓄银行，信用社)
- 实业贷款公司

非银行金融机构：

- 投资银行
- 证券经纪人和交易商
- 保险公司
- 商人银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

- 信托公司
- 外汇交易商
- 专业金融工具如衍生品、抵押贷款支持证券和资产支持证券的交易商
- 基金经理—共同基金、货币市场共同基金、对冲基金、私募股权基金和其他私人资金

非银行机构的组织被称为"影子银行系统"。他们不是银行——也就是,他们不吸纳存款和发放贷款。但他们具有与银行系统相竞争的金融功能。2007—2012 年的金融危机几乎消灭了许多这样的机构,有建议提出取消储蓄机构和实业贷款公司。投资银行也在危机的初期阶段受到了重创,幸存的主要投资银行仍处于困境当中。美国国际集团,一家沉迷于信用违约掉期的大型保险公司也宣布破产。第 7 章和第 8 章对这些问题有更详细的介绍。

参考文献

1. Steil B(2013) *The battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the making of a new world order*. Princeton University Press, Princeton.
2. Volcker PA(1992) *Changing fortunes*. Times Books, New York.
3. Smith RC, Walter I(2003) *Global banking*, 2nd edn. Oxford University Press, New York, p.20.
4. Bernanke BS.(2007) *Testimony before the Joint Economic Committee of Congress*. http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004.
5. U.S. Central Intelligence Agency(2010) *World Factbook*, U.S. Central Intelligence Agency, Washington, DC.
6. Lind M(2012) *Land of promise: an economic history of the United States*. Harper Collins, New York, p.9.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



第二部分

银行业：资产负债管理；银行监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 3 章
银行资金从何而来?

中介

银行系统的主要功能是通过获取存款和发放贷款,将社会储蓄转化为生产性投资,并在这一过程中充当中介。请注意,我们需要强调的是银行系统而不是个别银行,因为一个单一的银行无法完成这项任务,但作为一个整体的系统却可以做到这一点。这是银行被称为金融中介的原因——银行系统将储蓄者和投资者带到了一起。

因此,我们将银行定义为一个既接受存款和也发放贷款的实体。如果它同时具有两种功能,无论它自称与否,它就是一个银行,并受到银行一样的监管。如果它不同时具备这两种功能,它就不是银行,但它可以是一个非银行金融机构,因此,也是前一章中定义的影子银行业中的一员。近年来,非银行金融机构类型和数量都有一个相当数量的增长。

为什么银行与工商企业相比是独特的?与其他工商企业和它们的资金来源之间的关系不同,银行对储户有一种特殊的责任。尽管银行使用储户的资金发放贷款和投资,但它负有不让这些资金承担过度风险的义务。这是一种受托责任或信托关系。但是,这顶多是一种判断。什么是“过度”?

我们在 2007—2012 年金融危机期间见到了很多的“过度”的情况。因此,当我们看到时我们明白,但很难定义它,要判断银行的那些活动是不是应该被视为获得许可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

尤为困难。例如,2010 年 7 月通过的多德—弗兰克法案批准了“沃尔克规则”,禁止银行利用涉及其储户的资金从事自营交易或投机交易。在写这篇文章的时候,与正常的“做市”交易相比,如何定义这种交易的争论仍在继续。为了使得储户的资金获得非过度的风险水平上的回报,银行通常会进行一些“做市”交易。我们将在第 9 章进一步讨论这一困境,但它说明了在银行业和监管机构之间正确理解银行的受托角色这一问题的敏感性。

监管机构要求它们每季度提交资产负债表和损益表等“财务决算报告”,这是银行另一个区别于其他工商企业的地方。这些财务报表通过当地报纸以及网络公布于众。银行必须按照客户的要求向其提供财务报表。因此,银行的财务报告有更多的阅读者,具有比许多其他类型商业实体的财务报告更大的敏感性。

此外,银行必须具有由州政府或联邦政府货币监理署颁发开展银行业务的牌照才能开展银行业务。因此,正如我们宽泛地使用这一术语一样,银行包括所有第 29 页上的列表中显示的存款类金融机构。这包括从小型的,面向社区的消费者银行到价值数万亿美元向全球公司融资的集团公司。

没有银行体系的功能,一个经济体就不能有效的运转。迈克尔·刘易斯,《大做空》(*The Big Short*)的作者,指出,“当银行停摆,信贷停摆;当信贷停摆,贸易停摆;当贸易停摆,这下好了……”(Lewis, 2010)。这话的含义是,其结果是经济衰退,经济瘫痪,或更糟的情况。

值得注意的是,从经济的角度来看,重要的是银行系统而不是单个的银行机构。很显然,单个的银行机构集合在一起构成了银行系统,它作为一个整体的性能如何,对于经济至关重要。一个银行系统是有效的,银行必须愿意并能够为企业和个人提供信贷。这是对个别银行大到能实现垄断,甚至损害该系统作为一个整体运行而产生担忧的原因之一。

由于银行在美国经济中有特殊地位,美国政府为它们提供了一个“安全网”。首先,它们的存款由联邦存款保险公司提供保险,联邦存款保险公司是一家成立于 1933 年的联邦机构。当然,保费是根据银行的存款估计,但是保险由美国政府提供完全的信用保证。

安全网的第二个方面是,银行可以向中央银行,即,向联邦储备借款——这无异

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

于向美国政府借款。再次，该机构必须有足够的抵押品。这种贷款从来不是没有抵押的，但抵押品不足有时是一个问题——如2008年雷曼兄弟倒闭的案例。雷曼兄弟是美国最大的投资银行之一，在其最后的日子里由于不能提供可接受的抵押品而倒闭。

安全网的第三个方面，也是人们不怎么了解的一个方面——银行能够进入美联储的电子资金转账网络，Fedwire（电子资金转账系统），进行大额美元交易的即时结算。（在第10章关于支付系统风险有更多的讨论）。

没有一家非银行机构有这些特权。①享受这种特殊待遇的原因就是银行体系作为一个整体对经济至关重要。

银行的资产负债表

负债和资本金是银行或者任何其他企业的资金来源，而资产代表了这些资金的用途。然而，银行的财务报表和其他如制造业公司、服务业公司和一些零售场所等商业实体的财务报表之间存在一些重大差异。

这些差异反映了银行的独特性。许多早期的银行采取的是合伙制而不是公司制。而投资银行直到近年还是如此。第8章将进一步讨论投资银行。请看下面关于银行与任意公司的资产负债表的比较的一个简单例子。

任意公司		银行	
资产	负债	现金	存款
	所有者权益	投资	其他负债
	（或资本金）	贷款	资本金

银行财务报表是一个持续的过渡状态，反映了发生在该行业多年以来——特别是20世纪80年代以来的许多根本性变化。当我们逐渐了解银行经营，即它们资金的来源，以及如何使用这些资金时，读者就会明白为什么会是这样。

① 读者应当意识到，相对于最明确的声明，像这一个，偶尔会有一些在极端金融突发事件中发生的、非常罕见的例外。本章的后面将要讨论这样的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合并资产负债表:美国所有的商业银行,2012 年 5 月 1 日

	金额(10 亿美元)	百分比(%)
准备金和现金项目	1 629	12.8
证券	2 605	20.4
贷款	7 044	55.3
其他资产	1 467	11.5
总资产	12 745	100
支票存款	963	7.6
非交易存款	7 710	60.5
借款及其他负债	2 602	20.4
负债合计	11 275	88.5
资本金	1 470	11.5
负债和资本金总额	12 745	100

这些数字与早几年的数字进行比较表明,由于 2007—2012 年的严重金融危机和经济衰退打击了美国经济,银行通过增加资本金对资产负债表进行了调整。由于银行越来越担心债务问题,读者可以注意到准备金和现金项目增加,借款和其他负债出现下降。因为危机之前所开展的冒险经营活动,许多银行没能挺过这一时期。同时,整体上看,存款变化很小。这些变化的影响就是银行在财务上变得更加保守(Board of Governors of the Federal Reserve System, 2012)。

银行资产负债表的负债和资本这一侧显示了银行对于特定资金来源的依赖程度。它反映了该机构的稳定性和信誉程度。

资产一侧描绘了资金的使用情况。它显示银行如何使用它们的资金——自有资本以及其储户的资金。它反映了银行管理的保守或激进程度,在某种意义上讲,它也显示了银行的公共服务水平。例如,贷款的比例高于证券投资的比例说明银行更多地服务社区经济需要;而与贷款相比,更高的证券投资比例说明银行更加保守。这两者之间的适当平衡将由银行所处的市场和社区的整体经济情况决定。

同样必须记住,资产负债表的资产方表明了银行的盈利潜力,因为收入由资产产生。它也代表了风险,因为银行的资产质量决定了它的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融控股公司

银行可能是金融控股公司的成员,以前称为银行控股公司。一个控股公司,在一般意义上,是一个拥有一个或更多的其他公司或企业的公司。因此,银行控股公司是一家拥有一家或多家银行的金融控股公司,而金融控股公司则是一家拥有一家或多家银行和(或)其他种类的银行或非银行金融机构的公司。

在美国银行业的早期,银行只要有合适的许可,就能在它们所能取得州许可的任何一个或多个州开展经营。尽管受到喜欢大而强的全国性银行的汉密尔顿的影响,从早期起,美国银行业就倾向于遵循杰斐逊小型、独立以及面向本地的发展路线,在单个州开展业务(Lind, 2012)。这一问题最终在1927年国会通过麦克法登法案后得以平息。该法案禁止银行跨州开设分行。一些已经这么做了的,不受这一规定的限制。这一禁令适用于国民银行和州银行。

由于麦克法登法案,银行控股公司(BHCs)通过在一个或多个州从头(新的)成立银行或者接管现有的其他州银行而开始形成。这一技术使得银行可以有效地实现开办分行的目的——甚至使用相同的银行名称——但都是控股公司旗下独立注册的单元。因此,尽管存在跨州设立分行的禁令,银行可以继续在国内市场扩张和发展。在准许银行系统按这种混合状况运转几乎30年后,国会在1956年通过了银行控股公司法案,该法案正式承认了银行控股公司的存在,并将其置于美联储的监管控制之下,成立银行控股公司需要获得联邦储备委员会的批准。这一法案的目的之一在于确保银行控股公司并不拥有银行之外的任何子公司或确保银行的经营活动与"银行业密切相关"。这一限制背后的逻辑是,参与其他业务活动将对银行自身的稳健产生风险。

这项立法还包括了一项对麦克法登法的修正案,也就是道格拉斯修正案,该法案禁止银行控股公司进行跨州收购银行,除非获得州银行监管部门的批准。联邦储备委员会持续批准成立了众多的银行控股公司,但是将其严格限制在密切相关的业务之内。1999年,国会又通过了格拉姆—里奇—比利雷法案(GLB法案)。这一法案不仅废除了格拉斯—斯蒂格尔法案中禁止银行从事投资该活动的条款,而且将银行控股公司的定义改变为金融控股公司,允许它们拥有非银行子公司,如投资银行,经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纪商，证券交易商，对冲基金和保险公司等。GLB法案要求金融控股公司的收入至少85%来自于金融相关的活动。联邦储备委员会仍然行使对金融控股公司的监管权力。

今天，大多数大型银行是金融控股公司的成员。这越来越意味着对整个金融机构进行财务分析不仅需要审查银行的资产负债表，同时也要包括控股公司的资产负债表。

资金来源：活期存款

从历史上看，银行资金的主要来源一直是存款。术语“核心存款”经常被用来指最稳定和最可靠的存款——也就是银行所在的特定市场中，来自企业和消费者的存款。这本质上是零售银行业务，银行的存款人同样最有可能从银行贷款，如商业贷款、房屋贷款和消费贷款。核心存款包括个人和企业的活期储蓄、定期储蓄存款、货币市场存款账户（MMDAs）、公共部门存款（也就是联邦、州和地方政府的存款）；学区的存款、公共部门存款等。

为了增强稳定性并服务各自的市场领域，银行通常试图最大限度地提高核心存款。除货币市场存款账户之外，核心存款需要准备金——也就是一定比例的存款必须存在联邦储备银行的准备金账户。银行金库中的现金可以计入准备金。核心存款通常有保险。对银行的存款保险不做要求，但实际上今天开展公众业务的银行不能离开它。

另一方面，核心存款中可能包括了其他银行的存款。按照金融出版物的一般说法，持有其他银行存款的银行被称为“代理银行（correspondent banks）”。同业存款与银行自身一样古老，并且有多种存在的原因，例如与另一家银行建立关系，银行因此而可以在急需额外的资金或者代理行可以提供服务时利用这层关系。把存款放在其他银行的银行叫做“对应银行（respondent bank）”。

银行可能持有个人和企业的活期存款，并可能向这些活期存款支付利息或不支付利息。多年来，根据美联储监管条例Q，银行被禁止向活期存款支付任何利息。这一监管政策背后的理论就是为了防止银行揽储而激烈竞争。银行所能支付的回报率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因此而被当成一个竞争因素被消除，但是银行不得不求助于其他一些小手段吸引客户开户，例如向新开户的客户提供烤面包机等。几年后，针对消费者存款的禁令被取消，而对企业存款的禁令则直到2012年才被取消。

银行获取商业存款，特别是可以赚取丰厚回报的大型企业的存款的一种技术就是提供现金管理服务。例如，银行可以提供归集账户(sweep accounts)来帮助公司资金经理更好地控制和管理它们的现金流。一个全国性的大型零售企业的资金管理经理可以要求银行隔夜将全国各地的资金归集到一个公司总部所在地的中央账户。银行可以很容易地通过电子资金转账(EFTS)处理这个任务。这就使得资金经理在每天开业时知道公司当天可用的资金数量，或投资一些能为公司带来盈利的金融工具。银行处理这些业务的效率对于他们提升争取这些有利可图的企业存款的竞争优势是一个非常重要因素。

在现金管理服务之下，银行还可以提供投资账户服务，即企业存款人可以依靠银行代表其利益做出将多余资金投资到产生收益的金融工具的决定。银行可以向企业储户提供的一个附加服务就是回购协议(回购)。在这样的安排下，银行每天会把企业活期账户的余额归集到一个隔夜回购协议——技术名为“回购协议下的证券售出”，银行只是指定它的投资账户里持有的一些金融工具(通常是债券)并将其所有权隔夜转移至企业客户，让客户获得这些债券的隔夜期间的利息。然后，在第二天开业时，银行将它们转移回自己的组合并将资金放回客户不能产生利息的存款账户。与不产生利息的账户相比，这是一种合法规避条例Q并使得企业客户获得一些收益的方式。后文我们将就金融体系中回购协议的其他用途再次讨论。

因此，现金管理服务已经成为银行很大的一个业务源，并使得他们有效地为企业存款进行竞争。根据企业在银行的账户的大小，银行在提供这样的服务时可能免费也可能收费。事实上，许多银行向客户提供收取手续费的金融服务已经成为银行利润增长越来越重要的来源，在某些情况下，已经与银行贷款组合所产生的利息旗鼓相当。

作为2010年多德—弗兰克法案的一部分，国会取消了美联储限制银行向任何存款账户支付利息的权力。因此，美联储废除了条例Q，银行从2012年7月21日起开始向企业活期存款支付利息。这种变化将如何影响服务的种类和质量还有待观察，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

因为现在银行可以为了企业账户而开展利率竞争。

资金来源：活期存款之外的来源

银行持有的其他类型存款包括各种定期和储蓄存款。这些账户对资金的支取有一定的限制。尤其是对于面向消费者的银行或零售银行而言，传统的储蓄账户和小面额存款证书(CDS)是一个重要的资金来源。与市场上可用的其他工具的收益率相比，这些账户通常支付相对较低的利率。在21世纪初，市场利率已经明显低于早些年所显示出来的历史特征。其中一个原因是自2007年开始经济衰退，并且到了2012年这种情况还在继续。在这一时期，为了提振经济，货币政策已将利率定在较低的水平。因此，在这样的时期，储蓄者因储蓄收入的减少而备受煎熬，并且这影响到了那些依赖于固定收益证券，其中包括退休收入的许多人。

这些类型的账户通常将存款锁定一定时间，如果要提前提款，则还得接受一些惩罚。面值低于100 000美元的CD和更大面值的CD(有时被称为“巨型CD”)之间有一些区别。出于某些原因，这将在本章后面解释，巨型CD并不被认为是银行的存款来源，而是一种“市场资金来源”，并且它们有一个完全独立的市场。

最后，银行提供了另一种类型的存款——货币市场存款账户。这种类型的账户在最近的几十年里颇受消费者欢迎。这些账户有着一个非比寻常的开始，它们最早是由经纪商发行。由于出售证券的原因，投资者可以在经纪商那里保留现金。投资者发现，在这些账户中保留现金可以便于他们进行证券再投资，为此，经纪商将向投资者支付有竞争力的利率以鼓励客户把钱留存在它们那里。银行对这种发展非常嫉妒，因为在它们看来，经纪商正在侵入银行储蓄账户的领地。因此，在银行的压力之下，国会最终允许银行提供相同种类的账户。

因此，货币市场存款账户像正常的储蓄账户一样支付利息，但是同样也提供了有限的支取权限，如每月支取6次，其中3次可以通过支票支取。①银行被要求将存入这些账户的资金放在短期金融工具上——我们将会看到，这些金融工具被称为货币市

① 限制货币市场存款账户的支取权利的原因是为了使其区别于具有无限制支取权力的一般存款，后者有准备金要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

场工具——如国库券,商业票据以及其他到期期限1年或以内的金融工具。客户从市场中的这些工具上获得平均回报。

在现在的美国银行系统中,储蓄账户和货币市场存款账户不需要像活期存款账户那样有准备金要求。为了鼓励储蓄,降低银行的成本使其向储户提供更高的回报,美联储在1991年取消了对这类账户的准备金要求。

准备金要求

世界上大多数中央银行要求将一定比例的存款用作准备金——作为存款存在中央银行的准备金账户中。

目前,美联储对美国银行的准备金比例如下:

——活期存款总额不足1 240万美元的,0%

——总额超过1 240万美元,但低于7 950万美元的,3%

——超过7 950万美元的,10%①

在存款大量集中在一些最大的美国银行的情况下,美国银行系统的存款准备金几乎达到了全部存款的10%。这是由于美国的一些小型银行的存款几乎微不足道。

在美联储的早期,国会保留了设置存款准备金的权力,直到1935年才将其下放给美联储。因此,今天美联储有权在国会规定、在美联储监管条例D载明的范围内改变准备金比例(Lind, 2012)。

读者会认识到,改变准备金要求的能力是一种强大的货币政策工具。例如,提高准备金率可以降低银行用于发放贷款的资金,而降低准备金率会增加银行可供发放贷款的资金。银行存放美联储的准备金是死钱,也就是银行不能将其用于任何其他目的,直到最近,必须存放美联储的准备金不产生任何收益。2008年,国会批准改变这一政策,这在最近的深度经济衰退中为银行提供了某种程度的缓解。在国会最终

① 2011年10月26日,美联储委员会,存款准备金要求。美联储在每年的十月发布下一年度生效的准备金要求。根据美国银行系统的活期存款的年度增加或下降比例,这份更新将对三个类别的划分标准重新定义——例如,如果美国的总存款增长5%,那么7 950万美元与1 240万美元档的标准也将提高5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

批准之前，银行业为此进行了几个世代的游说。

改变准备金要求是美国很少使用的一个货币政策工具。最后一次修改发生在1992年4月，其时恰逢经济从1990—1992年的衰退中复苏。当时，准备金率从最高的12%降低到目前10%的水平。

如果有货币政策或其他监管方面的需要，美联储也有权对欧洲美元存款施加存款准备金要求。这是从外国银行借来的美元存款，并被带入美国变成美国银行的存款。虽然美联储从未使用这种权力，但这对于防止美元大幅回流美国可能造成的通胀影响是必要的——顺便说一句，这从来没有发生过。

其他国家的一些央行允许银行将持有的政府债券(例如，由该国政府发行的债券)作为准备金。虽然这已经在美国被数次提出，但从未被允许。债券市场的波动性是反对这种提议的一个理由，这是因为债券价值经常变动，这将降低固定的存款保证金比率的可靠性。在2010年为乌克兰财政部的一份咨询业务中，我碰到了一个相似的提案，基于前面所说的理由，我建议财政部不要采用这一建议。尽管我就这一建议表达了自己的观点，但是乌克兰财政部还是继续让乌克兰银行将其所持有的乌克兰政府债券作为准备金。乌克兰银行对于购买政府债券并无热情。他们喜欢美国国债或那些更稳定的欧洲国家，如德国、瑞士的债券。但是，接受乌克兰债券作为准备金实际上是迫使他们将其出售。

存款保险

1933年采用的存款保险制度对于稳定美国银行业所发挥的作用超过了国会所通过的任何其他措施，至少从大萧条开始以来就是如此。从每个账户2 500美金开始，在过去的几年里稳步增长至每个账户覆盖4 000美元。

1980年，国会通过了货币控制法案，在众多的规定中，有一条规定将存款保险的上限提高到了每个账户100 000美元。当时的许多评论家认为这一改变并不明智，因为人们通常认为，较高的限额将导致银行在它们的投资和贷款决策中更加冒险。

正如预期的那样，1980年的改变确实使得银行风险程度提高，增加了银行相关的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

"道德风险"。①即便如此,联邦存款保险公司认为100 000美元的限制需要进一步提高,他们在2002年提出,并在2005年再次建议将上限提高到130 000美元。在这两个场合,美联储反对这些改变,因为它已经看到了1980年的改变所带来的风险增加。国会拒绝了这两个建议。

然而,银行业2007—2012年的危机威胁到了许多银行的继续生存,其中有些银行倒闭。存款人对银行的信任度急剧下降,大量抽取存款。为了缓解这一危机局面,联邦存款保险公司,在国会同意、美联储没有任何反对的情况下,于2008年将存款限额改为每个账户25万美元。此外,它还为银行的"其他债务"提供保险,这些举动很快恢复了银行的存款人和其他债权人(也就是债券持有人)的信心。联邦存款保险公司在席拉·贝尔的领导下,实际上已经显示出了它将采取任何必要措施挽救美国银行业的决心(Bair, 2013)。这些措施是临时性的,联邦存款保险公司的本意是要在5年之后的2013年恢复到原来的每个账户10万美元的水平。然而,2010年的多德—弗兰克法案却使其成为永久的限额。在所有事情都消停下来之后,对其他债务提供保险已变得不再必要,因此联邦存款保险公司确实在2009年取消了这一措施。

非存款资金来源

除了存款之外,还有许多其他方法可以用于向银行提供运营资金。因为这些方法依赖于金融市场,所以它们经常被称为"市场来源"。这些来源一般没有保险,这里再次有一个例外,即不需要准备金。批发银行业务对于这类资金来源更为看重。

近年来,一些金融机构已经试图改变传统的零售银行业务模式,即银行从各自的市场区域寻求存款,并试图利用这些资金向这些地区的企业和消费者提供贷款。这种模式强调建立众多的分支机构,在一般情况下,这是一个提供利于吸引企业和消费者的便利的结构。而与此相反,批发银行业务模式是一种避免建立分支机构,拒绝小账户,不提供个人客户所期待的便利性的一种模式。相反,他们所依靠的市场资金来

① 银行业中的"道德风险",意指银行利用储户的存款承担更大的风险的倾向,因为他们知道自己得到了联邦政府的保护(即,FDIC),在银行做出错误决定的情况下,为了保护银行存款人,它们的损失会得到弥补。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

源不涉及个人储户。尽管他们可能接受大存款人的存款,他们对小账户不感兴趣。从资产这一侧看,这些银行并不寻求向消费者或小企业提供贷款,而是在大型项目上集中发力,如大型房地产的开发和其他商业企业。零售银行的动机通常是为了增加利润和降低成本。

当商业银行和储蓄机构——如储蓄和贷款协会(S&Ls)看到了批发市场有着更大的机会时,20 世纪 80 年代出现了最引人注目的零售银行向批发银行的转型潮。尤其是储蓄机构,特别渴望打破那些限制了它们一代又一代、只能开展家庭和其他消费借贷相关业务的法律法规桎梏。在 20 世纪 70 年代后期和 80 年代早期利率上升的气候下,这些机构发现它们不得不为来自存款通道的资金支付越来越高的成本,而它们来自于长期贷款(例如,抵押贷款)的收益却很低。也就是说,它们处于一个长期亏损的境地。随着加恩圣·杰曼法案在 1982 年被通过,国会将其从这种两难境地中解脱出来。该法案使得它们几乎可以在它们所愿意的任何其他地方开设分支机构。在这个转型期,有些银行取得了成功,有些银行因未能准备好而失败了。储蓄和贷款金融危机之后,许多银行都在一条船上了。

这一转变的结果是非存款资金来源在批发银行的负债管理中的重要性得到提升。这些资金来源包括:(1)使用回购协议,(2)使用联邦基金借款,(3)欧洲美元借款,(4)从中央银行借款,(5)增加使用大额定期存单,以及(6)同业借款。这些来源将在后文得到更详尽的解释。

与存款相比,市场资金来源的特征之一就是更不稳定。一般而言,因为存在国内和国际市场,通过这些来源可以很快地获得资金。资金利率在任何时间都是已知的,并且每天公布在金融出版物中(见下文中货币利率表)。

这些金融市场的另一个特征是具有很高的"流动性",这是它们成功运行的关键。具有"流动性"的市场,在这种情况下,意味着在给定的市场,每天有非常巨大的交易活动流,也就是几乎没有买方不能找到卖方,卖方不能找到买方的情况出现。无论他们对何种金融工具感兴趣,交易所和(或)经纪商和交易商的存在使得投资者和借款人总能在交易日完成他们所预期的交易。

上述每个市场资金来源都具有独特的优势——有时是缺点。我们现在考察这些利弊是什么,以及为什么银行对每个市场资金来源都有使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

货币利率(摘自华尔街日报,2012年5月31日)

通货膨胀率(四月)	
美国消费者价格指数	
全部项目	230.085
核心	229.303
国际利率(最新)	
基础利率	
美国	3.25%
加拿大	3.0%
欧元区	1.0%
日本	1.48%
瑞士	0.52%
英国	0.50%
澳大利亚	1.75%
隔夜回购	
美国	0.26%
英国(BBA)	0.46%
欧元区	0.15%
美国政府利率	
贴现率	0.75%
联邦基金	
实际利率	0.17%
高	0.38%
低	0.10%
国债拍卖	
4周	0.06%
13周	0.09%
26周	0.14%
二级市场	
房地美	
30年期抵押贷款收益率	
30天	3.08%
60天	3.12%
房利美	
30年期抵押贷款收益率	
30天	3.20%
60天	3.24%
银行承兑汇票	
30天	0.23%
60天	0.20%
90天	0.28%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

其他短期利率	
短期拆借利率(最新)	2.00%
商业票据	
30 天	0.14%
31—59 天	0.10%
60—89 天	0.14%
210—270 天	0.33%
欧元商业票据	
30 天	0.22%
3 个月	0.26%
6 个月	0.48%
伦敦同业拆借利率	
1 个月	0.24%
3 个月	0.47%
6 个月	0.74%
1 年期	1.07%
欧元伦敦同业拆借利率	
1 个月	0.33%
3 个月	0.60%
6 个月	0.90%
1 年期	1.23%
欧元银行同业(Euribor)利率	
1 个月	0.39%
3 个月	0.67%
6 个月	0.95%
1 年期	1.23%
欧洲美元	
1 个月	0.12%
3 个月	0.20%
6 个月	0.45%
每周调查	
房地美	
30 年固定	3.75%
15 年固定	2.97%
5 年期可调整抵押贷款利率	2.84%
1 年期可调整抵押贷款利率	2.75%

注:美国基准利率,2008 年 12 月 16 日实际利率;贴现率,2010 年 2 月 19 日实际利率。短期拆借利率是指向经纪商提供作为股票交易所担保的贷款的利率。伦敦银行同业拆放利率是英国银行家协会在伦敦市场美元银行间贷款利率的平均利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回购协议

值得注意的是,回购协议在技术上贴上"回购协议下的出售证券"的标签,在金融出版物中被称为"回购"。它们涉及银行隔夜或短期内出售一项资产(例如,债券)给客户,双方理解该项资产将在第二天或不超过两个星期的贷款期结束时被回购。银行从两个方面利用回购:(1)对于银行而言,这是从短期投资者处获取外部资金的途径,以及(2)如前面所讨论的,为了向商业存款人支付利息,将内部资金从不支付利息的商业存款转换为回购。

第一类回购不过就是出售给那些充当银行的隔夜或长达两周的资金来源的投资者。银行成功地向那些被回购利率所吸引的投资者提供这一服务。回购利率公开发布并且竞争激烈——如果投资者足够大的话,甚至可以协商。注意,表中美国2012年5月31日的隔夜回购利率为0.26%。这是一个1%的年化利率的26/100,在金融出版物中通常表示为26个基点——在这,1个基点等于1%的1/100。以历史标准看,这是一个非常低的利率,但是它反映了当时短期金融市场的低利率的一般状况,这反过来反映了为了抗击影响美国经济的衰退,宽松货币政策还在持续。

讨论之中的证券或债券由银行所有并且通常不会换手。他们代表着银行指定抵押给投资者的抵押品,因此,如果银行在回购期间倒闭,投资者将取得这些债券。这一资金通道并不限于银行;任何持有必要的证券作为抵押品的机构都可以发行回购,而且确实很多机构这样做了——例如,投资银行、对冲基金和保险公司。从技术上讲,这一市场对于任何持有抵押品并且希望筹集短期资金的人,以及任何希望为他们的资金获得回报的投资者而言是敞开的。

随着经济衰退期间其他资金来源日渐枯竭,在过去的几年里,银行把回购用作筹集资金的来源使用的情况大幅增长。尽管使用回购是筹集资金和进行投资的合法且安全的途径,但随着某些滥用情况的披露,这一从未引人瞩目的领域引起了人们的关注。

例如,最近一直有监管者和金融出版机构针对某些大型银行的批评,例如,美国银行,花旗集团和德意志银行在财务决算日弄虚作假将财务决算报告中的回购记录消除不予报告,在报告发布之后又大量补记回来。这种做法降低了财务报表上的负债水平,这实际上提高了潜在投资者对它们的信用评估水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了发行回购之外，当他们想利用技术来处理他们的剩余资金时，银行也可以成为回购的买家。这样的一些项目出现在银行的资产负债表的资产栏，显示为"回售协议下的买入证券"，称为"逆回购"。

联邦基金购买

这一资金来源涉及一家银行借入(通常称为购买)另一家银行在美联储准备金账户中的余额(也就是超额准备金)的过程。大型银行通常使用资金的效率更高，通常是联邦基金的买家。小型银行通常是卖家或贷款人。联邦基金市场随着时间的推移发展而成，它是超额准备金获取收益或是需要额外准备金的银行有效地找到资金的一种途径。

技术使得联邦基金市场变得可行。交易可通过电子转账从一家银行的联储账户转到另一家银行的联储账户而完成。联邦基金经纪人的存在可以帮助银行寻找和处置多余的准备金，以及为那些准备金不足的银行寻找资金来源。

因为买卖的基金并不是政府基金，所以联邦基金这一名字经常具有误导性。这些基金归属于拥有这些账户的银行，就像您在零售商业银行的账户中的资金属于您而不属于银行一样。联储自身在联邦基金交易中并不扮演任何运营角色；也就是说，资金只是经过联储的电子资金转账系统网络而已。

出于会计的目的，保持法定保证金的过程称为"滞后准备金制度"。该制度中有一个准备金计算期和一个准备金维持期。计算期起始于星期二，结束于两周后的星期一。最低准备金就是根据这一期间总计 14 天的活期存款的日终余额计算，其中星期六和星期天的余额被视同前一星期五的余额，银行假日的余额，被视同前一工作日的余额。

维持期滞后于计算期一个月。它起始于相应的计算期结束一个月后的星期四，一直到两周后的星期三才结束。因此，银行必须在这 14 天中维持在联储的保证金平均每日余额等于或大于法定保证金。

尽管有滞后的制度，以及简单的流程，银行有时也很难满足准备金要求，这是因为，14 天的维持期的平均数直到最后一个星期三的日终才可以被计算出来。大型银行每天在其准备金账户发生几百万笔交易，在动荡的交易环境下，很难恰好满足准备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金要求。更多的谨慎的银行将通过持有较大的超额准备金来对冲这种风险,但是许多银行不愿意放弃它们所持有的超额准备金所能产生的任何利润。

其结果是,银行在一个维持期内结转高达4%的超额或不足准备金是允许的。但是,如果将这个结转因素考虑进来,银行准备金仍然不足,将被处以基本贴现率加上200个基点的惩罚。(关于基本贴现率的解释,本章稍后给出。)

如果银行持续出现准备金不足,美联储官员将登门检查。我记得被派往银行执行过这样的任务,坐下来与银行首席执行官或首席财务官解释如何计算银行的准备金。这对银行与美联储官员而言都是很尴尬的一件事。

通常而言,联邦基金都是隔夜购买和出售,但是银行之间可以就"短期联邦基金"达成协议,期限从几天到一年都有。由于银行在最近的金融危机中融资需求变得更为重要,长期联邦基金借贷也变得更加普遍。

联邦基金市场是银行融资的重要来源,正如我们在本章后面将要看到的,它已经成为从中央银行贷款的替代渠道。在过去几年中,技术进步使得银行在利用这一市场时更容易,更有效率,并且这个市场已经成为所有金融市场中最受欢迎和最重要的市场之一。

在美国中央银行于1913年成立时,人们认为从美联储贷款将是银行最重要的融资来源。但是,当时并没有预见到联邦基金市场。由于资金的电子转账出现并不到几年,联邦基金市场的运作效率也同样出乎了人们的想象。我们将看到,在不同国家,银行对银行间市场借贷和向中央银行的借贷的依赖程度仍有重大不同。

联邦基金利率是一个公布的利率。前文列举的货币利率表所发布的利率是联邦基金"市场"利率——在表中并没有这样标识。在这一情形下,所要考察的利率是"目标"利率。设定目标利率是美联储的货币政策手段,我们将在第12章对其进行讨论。市场利率由短期货币市场上供求双方的力量决定。于是,美联储将进行货币政策操作使得市场利率与它所设定的目标利率保持一致。它可以通过增加或减少基金市场供应,或通过增加市场需求,使得市场利率发生相应的变化。这一过程同样将在第12章得到详细的解释。

注意,表中的联邦基金市场利率是17个基点——非常接近先前所讨论的隔夜回购利率的26个基点,并且同样与1月期欧洲美元利率的12个基点非常接近。这一现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

象说明了金融市场的一个重要特征——也就是，它们都是短期资金市场，彼此之间存在竞争。因此，不同市场中相似期限的金融工具的利率倾向于相当接近。

联邦基金利率是一个高度敏感的市场利率。它显示了资金的短期市场的紧张或宽松程度，其他的利率也类似。有些人说它反映了市场的"脉搏"。

对于经济分析人员而言，联邦基金利率有一个重要的特征——也就是，它随时间的运动反映了美联储的货币政策操作路径。我们将在第 12 章看到，美联储并不直接控制市场利率，但它通过公开市场操作来对其施加影响。当中央银行在公开市场出售证券，它将整体降低向银行提供的资金，使得货币和信贷条件收紧，从而使得联邦基金利率上升。当中央银行在公开市场买入证券时，正如其在 2011 和 2012 年的"量化宽松"期间所做的一样，这将使得货币供应增加，利率下降，货币和信贷条件放宽。因此，我们可以很容易理解为什么这一市场对于中央银行进行货币政策操作是如此重要，以及为什么它作为货币政策指标而被密切关注。

欧洲美元借款

从全球的角度来看，大多数央行允许银行使用在央行的账户进行同业拆借，但这一实践却始于美国。

银行在联邦基金市场之外彼此安排借款本身也很常见。例如，欧洲美元在美国之外的国家的使用，这就是一个快速增长的资金来源，如前所述，如果他们选择这样做，美国银行可以从外资银行借入美元。这些都是欧洲美元借款。选择哪一个资金来源显然取决于相对利率。因此，我们倾向于认为联邦基金市场本质上是一个国内资金来源，而欧洲美元市场则是一个国际资金来源。

第 2 章讨论了欧洲美元市场的起源和发展。值得指出的是，欧洲美元是在外国银行或美国银行的外国分行的美元存款。尽管欧洲美元起始于欧洲，但今天的名字并不一定意味着欧洲——它仅仅意味着美国以外的国家。因此，欧洲日元是指在日本之外的银行的日元存款——这些存款可能是在美国，南美，非洲或任何地方。这个术语常常导致与欧元的一些混乱。欧元是欧洲货币，因此我们要切记这些区别。欧洲美元不是欧元，它们是美元。欧元就是欧元。

任何放在美国以外的银行，并继续以美元计价的美元存款，就变成了欧洲美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

而不管存放者是美国人,外国人,或其他任何人。欧洲美元通常以定期存款形式持有。同样的,美国的银行,企业,和个人可以从美国以外的其他国家的银行借入美元,就像外国人一样。这样的借贷,比方说是一家美国银行借入,将被标记为“欧洲美元借款”,将被列在借款银行资产负债表的负债栏。

这些交易都有一个市场利率(有时表示为一个区间),其中较低的利率是美元买家报出的“买入利率”,较高的利率是提供美元的银行报出的“卖出利率”。如上所述,借款人将倾向于按照相对利率来做出选择。应当指出的是,在这方面,欧洲美元市场的起源大致与伦敦银行同业拆借利率的引入同步。这就是伦敦银行同业之间借贷的利率——它同样受到市场对美元的供求力量的影响。多年以来,伦敦银行同业拆借利率都是全球范围内银行之间美元贷款的重要利率。由于它自开始以来就是而且现在也是各种商业贷款的参考利率,它具有很多其他用途。它已经成为最常见的浮动利率贷款利率——银行通常将其实际贷款利率表示为 LIBOR 利率加减若干基点,使其在任何时间和地点与当前市场状况保持一致。(第 8 章将有对伦敦同业拆借利率的更多讨论。)

大额定期存单

正如前面提到的,小额定期存单和大额定期存单作为银行的资金来源是有区别的。小额定期存单当然被视为存款。大额定期存单或巨额定期存单,尽管它们实际上是存款,却被视为市场资金来源。存在这一差别的主要原因就是存在一个单独的大额定期存单市场。你可以任何时候在二级市场购买或出售这些工具,这也就是说,投资者没有像在小额定期存单上一样被锁定在一个固定期限上。因此,如同在其他金融市场中一样,存单的价格和利率每天都不断变化。在这个市场中,有存单经纪人帮助实现这一市场功能,他们安排需要资金的银行出售存单并引导投资者到有存单出售的银行。巨额定期存单的面额都在 10 万美元或以上,一个基本的事实是,联邦存款保险公司的存款保险上限从 1980 年到 2008 年就设在这个水平上,直到为了帮助恢复金融危机期间公众对银行的信心,存款保险的上限才提高到 25 万美元。2010 年多德—弗兰克法案规定这一更高水平的存款保险上限永久有效,这意味着巨额定期存单可以投保到这一金额。然而,市场仍将在 10 万美元视为小额定期存单和大额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

定期存单的区分标准。这是唯一得到保险的市场资金来源，这大大增加了它们对投资者的吸引力。

因为这个市场的波动性，在财经新闻中大额定期存单通常被称为“掮客定期存单”，或者是不那么客气的术语“热钱”。这个市场在银行间颇受欢迎的原因就是这个市场很容易进入——因为经纪人的存在以及资金实行电子转账——所以银行可以快速地通过这一渠道筹集到资金。利率每日发布，并且这是一个全球市场。一个迫切需要流动性的银行可以在这个市场提供略高于公布的利率。仅仅几个基点的利率差异就能很容易地使得资金在银行间周转。我记得在金融危机期间，美联储和其他监管机构非常关注银行负债中的“掮客定期存单”，如果存在不成比例的大量此类存单，意味着银行遇上了麻烦——例如，即将发生流动性危机。因此，资金管理者们激进的资金运动往往受到银行监管机构的关注并用来确定银行麻烦所在。

从中央银行借款

另一个只向银行开放，鲜有例外的资金来源是通过“贴现窗口”从美联储借入资金，收取的利率就是“贴现利率”。

贷款过程受到严格管理，但是世界各国的央行的管理方式不尽相同。美国和日本的管理方式形成了有趣的对比。例如，美国银行每日从美联储的平均借款——在正常的情况下，比方说 2007 年前，变动范围从低至 5 000 万美元到高之 1.5 亿美元，与美国银行业 1.27 万亿的规模相比，简直就是九牛一毛。然而，在日本，在可比的正常时期，日本的银行从日本银行的借款大致为 180—200 亿美元，也就是一个相对很小的银行体系却有 400 倍借款。为什么存在这种差距？它可以归结为两个中央银行之间的不同理念和以及美国银行（相对于日本银行）具有更多可用的资金来源。

如果我们看看同一时期美国银行在联邦基金市场的借款，我们会看到，每天的平均值的变动范围大概是 1 000 亿到 1 500 亿美元。这表明，美国的银行通常利用联邦基金市场而不是寻求中央银行借款。日本的情况却是相反，并且在世界各地的其他中央银行中，日本央行的情况比美联储更为典型。

美联储的贷款模式也与其早期政策形成了鲜明对比。在 1914 年美联储开始运作之时，其他的资金来源——尤其是市场来源——并不像当前一样存在。因此，银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向美联储寻求贷款以解决反复出现的流动性问题，并且美联储也希望他们这样做。实际上，当时建立中央银行的一个主要原因就是为了通过向银行贷款满足它们的流动性而创造一种有弹性的货币。直到后来，主要是 20 世纪后半期，在联邦基金市场发展成熟之后，美联储才采取了一种充当“最后贷款人”的理念，鼓励银行在求助美联储之前先利用市场资源。在这种严格的理念下，银行被禁止利用联邦基金利率和贴现利率之间的正利差牟利，也就是说，从美联储借款，同时通过联邦基金市场将资金放贷。

因此，许多银行家把从中央银行借款视为一个耻辱。银行家们将从美联储借款视为承认他们没有管理好自己的资金，并且相信依赖资金的市场来源比依赖“政府”要好，从某种程度看，贴现窗口看上去就像政府。这个精明而且非常严格的理念仍然存在，直到新世纪之交。

应当指出的是，即使从最初的中央银行贷款开始，关于怎样才是恰当地使用贴现窗口就已经充满争议。就像许多早期的政策一样，联邦储备系统受到了英格兰银行的一些做法的影响。英格兰银行是仍在运转的最古老的中央银行，其历史可以追溯到 1694 年，并被亲切地称为“针线街的老太太”。英格兰银行长期以来坚持的政策被称为“真实票据主义”。这种理念认为，中央银行贷款应仅针对持有基于实际商品和服务生产的——也就是，商业公司、农民和矿工、抵押担保的银行发放贷款。这种逻辑排除了向持有任何基于投机活动——如购买债券、股票或任何受市场波动影响的证券作为抵押品的银行发放贷款。这一理念的根本理由是，中央银行贷款在这种思想的指导下，将不会带来通货膨胀，因为它们最终只支持真实生产。美联储在其初期也坚持了真实票据主义的理念，但在后来抛弃了它，因为它不能被证明其他目的的贷款一定会带来通货膨胀。

在美国中央银行的早年阶段，贴现窗口是美联储唯一可用的货币政策工具。我们前面已经提到，直到 20 世纪 30 年代中期，才赋予美联储改变准备金要求的能力。诸如公开市场操作的其他主要工具尚未发现。

贷款政策的变化及定期拍卖工具

这一高度限制性的传统在 2003 年 1 月发生了急剧变化。当时，美联储宣布了一

The American Monetary System

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

个"以市场为导向"的新贴现窗口。在新的政策下,贴现率被改名为"基本贴现率"。美联储在其新闻稿中宣布了这一变化。贴现窗口将有助于为经济注入新的资金。人们认为这将消除许多银行家头脑中认为从中央银行借款是一种耻辱的观念。同时,人们也期待新政策在经济衰退或金融危机时期发挥积极作用。这一举动的时间点非常不可思议!几乎没有人知道 4 年后一个大灾难即将降临并重创美国经济。这项新政策确实对于处理这一危机大有好处。

在以市场为导向的贴现政策之下,美联储宣布"合格的银行"将获得进入贴现窗口的资格,只要它们拥有抵押品,它们就可以随意的借款而不会被盘问。合格银行的标准被规定为 CAMELS 评级 1,2 或3。①当 2003 年这项政策改变时,大多数美国银行的财务状况不错,是合格的银行。

在这项新政下,基本贴现率最初被设定为联邦基金目标利率加上 100 个基点。一直到 2007 年 8 月 17 日,基本贴现率都是随着联邦基金目标利率的上下浮动而浮动,并锁定 100 基点的利差。因此,在政策变化的前四年,贴现窗口的借款规模没有发生太大的变化,因为两个利率之间的利差一直抑制了银行对贴现窗口的利用。

2007 年 8 月,美联储应对即将到来的危机而采取的初步举措是通过降低基本贴现率 50 个基点并保持联邦基金目标利率不变以鼓励银行借款。这至少是一个鼓励银行借贷的温和改善,但通过贴现窗口进行融资的成本仍比通过联邦基金市场高出 50 个基点。

但是,美联储也采取了其他一些鼓励借贷的措施。它把贴现窗口借款的期限从隔夜贷款延长到长达 30 天。在接下来的几个月——从 2007 年 9 月 18 日到 2008 年 12 月 16 日——美联储采取了一些连续的动作,将贴现率从危机爆发时的 6.25%高位降到了有史以来的最低水平 0.50%,一共下降了 575 个基点的。在同一时期,美联储还将联邦基金目标利率从 5.25%的高位下调到 0—0.25%的区间。因此,到 2008 年底时,已经接近经济衰退的最低点,贴现利率和联邦基金目标利率的利差为 25 个基

---

① 第 6 章将对 CAMELS 评级进行详细的解释。这是银行监管者对银行进行评价所采用的一个指标。它是资本(Capital),资产(Assets),管理(Management),收益(Earnings),流动性(Liquidity),和对市场风险的敏感性(Sensitivity)等几个英文单词的首字母缩写。根据每一个属性对银行打分,并对银行整体得分进行平均并分级,其中 1 为最高,5 为最低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

点。在相对较短的15个月的期间内,利率出现如此急剧下降,是受到了美国经济即将进入另一个类似于20世纪30年代的大萧条的可怕预言的刺激。

人们对美联储是否预见到了金融危机是有争议的;美联储内部一些人在几年前就发出了警告。但是,那时的主席艾伦·格林斯潘并没有严肃地对待这些警告,因此,美联储错过了采取了行动的一些机会——例如,迫使银行削减抵押贷款并提高银行和金融机构间的贷款标准——这可能避免这场迎面而来的崩溃所造成的一些最坏方面影响。这是个疏忽,美联储因此已经在崩溃发生之后受到了应得的批评,严重损害了它在未来的可信度。

美联储启动的降息确实对银行体系产生了影响。银行坐在几千亿美元的违约贷款之上,急需流动性以保持运转。在2007年11月21日,经济开始衰退,美国的银行借款为5 800万美元;截至2009年3月25日,接近衰退的低谷,借款已达到613亿美元,增长超过1 000倍。

然而,值得指出的是,在许多银行家心中,使用贴现窗口仍然是一种耻辱。美联储试图用另一种方式使银行借款,刺激经济的发展。它们在2007年12月宣布推出定期拍卖工具(Term Auction Facility, TAF)。这使得通过贴现窗口的借款通过定期拍卖借款进一步放大。

这是一个独立的贷款安排,任何有资格以基本贴现率借贷的存款金融机构都可以标购资金。实际上,这把美联储的贷款流程从基本贴现率中解脱出来;银行以它们愿意支付的利率参与竞标。在每一次计划安排的拍卖之前,将会公布拍卖的资金量——首次拍卖在2007年12月17日举行,金额为200亿美元,期限为28天。如果竞买的金额大大超出供应的金额,经常是两到三倍,那么拍卖就是成功的。美联储延续了这一过程,在2008年和2009年,每月的平均借款水平达到了5 000亿美元的水平,期限通常为28—30天。借款人支付的利率被称为"止停"利率,比基本贴现率持续地平均低约20—30个基点。截至2009年3月25日——这是一个用于上述比较的日期,通过TAF的未清偿信用余额为4 686亿美元。

美联储打算继续采用TAF直到他们对金融市场——特别是抵押贷款市场的流动性得到满足感到满意为止。因此,他们在2009年底决定在2010年3月31日停止使用这一工具,它们确实这样做了。同时,美联储将基本贴现率提高至75个基点,这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是2012年6月1日的水平（见前文中的资金利率表）。

2003年政策变化也确定了更高的“次级”贴现率，这是与在古老的最后贷款人理念相似的条件下向那些财务状况堪忧的银行所提供的贴现率。次级贴现率比基本贴现率高50个基点。同时，对于那些在年内有季节性波动的资金需求——如农业生产或季节性的度假社区的银行，有一个季节性的信贷计划向其提供。然而，美联储在对审核季节性借贷权的过程中有如此多的行政手续，致使许多银行完全避开了它。

除了这些我们或多或少认为的常规贷款项目之外，还有“紧急”信贷供应，联邦储备法第13(3)节所规定不公布此类信贷供应的利率。这是对上面所提到的从美联储借款的特权专门提供给银行的“罕见例外”。第13(3)节允许中央银行在“异常且紧急情况”下向非银行企业，甚至非金融企业发放信贷。多年来，在法律上针对这一规定的援引引起了诸多广泛的解释，但美联储通常将其解释为国家紧急状态或出现极其严重的系统性风险的情形。此外，对本节的使用要求获得理事会七名成员中的五名成员的批准。这是一个不寻常的发现，理事会有两个空缺——在最近的金融危机中已经有两年出现这种情况——这意味着使用这一节的条款需要得到现有成员的一致同意。

我们将看到，第13(3)节已经在2007—2012年经济危机中被使用。然而，在早些年，在考虑动用这一条款时，美联储经常用无需使用本节条款的其他方法完成信贷提供。

道义劝告——这是“掰手腕”的一种礼貌表达方式——也是美联储使用的一种手段。当美联储能够把银行财团拉到一起，说服它们给有需要的企业提供信贷时，这就避免了美联储被迫提供直接流动性的情况。在这种情况下，美联储通常保证合作银行，如果它们的贷款被要求延期并造成它们的流动性问题，它会通过贴现窗口来拯救他们。

早在1970年克莱斯勒汽车公司和宾夕法尼亚中央铁路公司面对迫在眉睫的破产时，就利用了这种信贷。这两大公司的破产会使得本已羸弱的经济雪上加霜。毫无疑问，他们的困难代表了一种系统性风险——也就是说，这是一种可能使得金融体系作为一个整体出现瓦解或崩溃的风险。这些公司都需要滚动大量的商业票据来维持业务开展，但商业票据市场已经将它们拒之门外，而它们又无法做出其他信用安

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

排。这是美联储仍严格控制利率,银行可以在条例Q下向存款和CD支付利息的时期。当这场危机发生时,美联储取消了大型定额存单的利率上限,资金开始流入银行。通过道义劝说,美联储说服这些银行向克莱斯勒和宾州中央铁路提供贷款。在很短的时间内,问题得到解决,危机结束。因此,美联储没有必要再使用第13(3)节条款。

另一个类似的情况出现在1975年,当时作者本人作为当时美联储董事会中的职工董事也涉身其中。这是一起纽约市财务破产的威胁。我的任务是协助安排美联储主席亚瑟·伯恩斯和纽约市市长亚伯拉罕·比姆之间的会议,纽约州州长休米·卡蕾也陪同出席。会议是在华盛顿的董事会办公室举行,市长和州长呼吁主席伯恩斯启用第13(3)节来帮助纽约。伯恩斯拒绝了这一请求,他认为中央银行向纽约市直接提供信贷将打开潘多拉盒子。这次会议后,州长和市长在白宫拜见杰拉尔德·福特总统并向他发出呼吁。福特总统同样拒绝了他们的请求,第二天早上纽约时报的头条是:"福特对纽约说:去死吧"。

这个故事有一个皆大欢喜的结局,毕竟因为伯恩斯自己也是一个纽约人,不可能对这个城市在急需帮助时表现得冷酷无情。他当时说服纽约市发行一种新型特殊债券,他会设法让银行购买。因此,再次通过道义劝说,他说服一家主要由纽约的一些银行组成的大型银行财团购买了这一新债券。这一战术很好;纽约市有了它的流动性,能够纠正问题和偿还债券。银行知道通过购买纽约市的债券后,如果它们遇到流动性问题,它们会得到美联储的支持。我们知道,纽约市幸存了。再次,美联储避免了启用第13(3)节条款。

但是,到2007—2012年的危机时,形势已经发生了很大的变化。美国的银行体系在20世纪70年代的财务状况比它们在最近的金融危机中的状况更好。因此,在2008—2009年,当三大汽车制造商中的两家向联邦政府寻求帮助时,早已一蹶不振、自顾不暇的银行系统已不能提供帮助。美联储再次面临是否启用第13(3)节条款的问题。事实证明,由于美国财政部自身和总统一致同意,国会也未加干预,向汽车制造商提供购买它们股票的信贷支持使得第13(3)节未被启用。

许多美国人都对联邦政府成为通用汽车公司的最大股东感到不舒服。通用汽车首席执行官查尔斯·威尔逊在上世纪50年代所说的一句古老的箴言"对通用汽车有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

利就是对美国有利”的声音一次又一次响起。人们尖叫着,“这是社会主义!!!”,但它拯救了数百万人的工作。无论如何,该些措施真的管用,利用了这些信贷的汽车制造商现在走出了破产的困境并大幅赎回了其股票。

其他情况的出现使得美联储和财政部面临着类似挑战。美国五大投资银行日益增加的财务问题使得它们可能出现倒闭。因为它们是非银行金融机构,因此没有资格获得美联储的贴现窗口支持。贝尔斯登是首例,但这是因为它被摩根大通收购,而后者是一家银行,因此,它可以通过银行拿到贴现窗口的信贷支持。第二例是美林,但是,实际上因其被美国银行收购,美联储也可以通过银行向其提供信贷支持。雷曼兄弟是第三家,它无论在美国还是在国外都找不到合并伙伴。更糟糕的是,甚至它实际上没剩下多少抵押品来获得第13(3)节条款下的贷款,因此,它只能倒闭。这次倒闭对美国金融系统所产生的影响仍然余波未平。最后两个走向倒闭的公司,摩根斯坦利和高盛,转身成为特许银行,这使得它们能够获得美联储的贴现窗口支持。

剩下一家处于危机中的机构所面临的问题既不能通过合并也不能通过其他传统方式解决,这就是美国国际集团(AIG),当时世界最大的保险公司。AIG在信用违约互换领域涉足太深。信用违约互换是一种通常向银行发售的保单,为它们的贷款组合所发生的损失提供保险。事实上,整个银行系统的贷款组合中,按揭抵押贷款的比例非常高,而这些贷款以史无前例的速度进入违约,信用违约互换市场迅猛增长。这些工具形成了一个二级市场,投资者购买这些工具,但是他们并没有在构建这些工具的基础贷款之上有什么既得利益。这些投资者看到了,或者认为自己看到了当这些贷款最终未能偿付而被冲销时带来的巨大获利机会。保险公司,例如AIG,将会偿付。不能指望的是,AIG和一些其他的保险公司,已经深陷其中,所揽业务已远远超出了它们的承保能力。当AIG最终倒闭时,5 000亿美元的此类金融工具趴在其账上,其准备金严重不足,甚至难以开始偿债。于是第13(3)节条款发挥作用了,AIG最终获得了中央银行1 820亿美元的信贷用以脱离困境。系统风险再一次成为重要的考虑因素。

这些危机使得第13(3)节条款引起了公众的注意,而在这之前大多数人从未听说过。监管者和国会仍在为最近的金融危机所带来的问题寻找解决方案,一个悬而未决的问题是,“在这样的危机中,美联储的权限有多大?”人们有一种不成文的理解,当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

意识到一国的金融体系处于危险当中时，中央银行应该能够介入并采取必要的行动。然而，在最近这场危机中，许多人认为美联储在救助过程中走得太远。这些批评者认为大型机构倒闭所产生的影响没有美联储想让公众相信的那么悲惨。因此，他们认为国会和监管者应当放手让机构倒闭并承担担保品可能发生的任何损失的后果。希拉·布莱尔同意这种说法。她认为，“人们凭直觉就知道救助是错误的，我们的银行系统的问题是管理不善和缺乏监管”(Bair，2013，p.14)。

曾在向肯尼亚和乌克兰中央银行提供顾问服务时与我共事的律师兼顾问麦金利指出，国会和监管机构所做的是反射动作，“……动用公共资金做出一些试图使得短期情况不那么糟糕的、不得要领的举动。最好的方法就是关闭破产的机构，无论它有多大或情况有多复杂”(McKinley，2011，p.313)。

在一定程度上，国会在2010年的多德—弗兰克法案中提到了美联储在经济中所发挥的作用所产生的不确定性问题。它创立了金融稳定监督委员会——由以财政部长为首的、来自联邦金融监管机构的10个成员组成。如果委员会认为它们威胁金融稳定，委员会可以授权联邦储备按照审慎标准对非银行金融机构进行监管。如果美联储确定存在对金融稳定的威胁，美联储可以利用这一权力迫使这些机构剥离其任何所有财产(p.282)。同时，在多德—弗兰克法案中，国会修改第13(3)节的要求，它不是只适用于个别机构，而是必须适用于所有处于类似处境的所有机构。用法律语言表述是，这被定义成“广泛的资格”。例如，如果它未来所适用的情况与AIG的情形相似，它也必须适用于所有像AIG那样具有同样的信用违约互换问题的保险公司。它还要进一步要求第13(3)节只适用于有偿付能力的机构，因此，如果一个机构被视为已经破产，该机构必须倒闭，不能通过第13(3)节条款对其提供信贷。这些改变使得第(6)节的适用性缩窄，但是并没有改变第(6)节的基本效能。

总之，我们已经讨论了中央银行的贷款功能的许多方面，描述了这个功能在联邦储备系统的100多年的历史中的显著变化——从早期的向全部具有担保品的机构开放的信贷工具，到一个狭窄的、严格管理的“最后贷款人”政策，然后回归到一个如上所述的、除了要求机构是一个“合格”机构并有必要的抵押品而别无其他限制的公开市场工具。

就金融危机发生的严重程度而言，贷款政策最后一个改变在21世纪的第一个十

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

年显得非常迫切。这使得贴现窗口这一货币政策在持续几十年几乎完全休眠后，作为一个有效的工具重新回到大众的视野。

银行的其他债务

银行资金的最后一个来源是非存款银行债务。例如，银行可以像其他商业企业一样发行长期债务工具，如债券或票据。按照 SEC 的规则，5 年或更长时间后到期的债务可以算作银行资本金的一部分。这样的债务是否可行取决于银行在信用市场由债券评级机构——例如，穆迪，标准普尔和惠誉等给出的债券评级。我们在第 8 章债券市场中讨论评级机构的更多细节。从 2008 年开始，由于目前的金融危机，联邦存款保险公司决定把保险覆盖面从通常情况下仅限于存款扩大到其他银行债务。再次，这样做的目的是为了恢复投资者对银行系统的信心。由于联邦存款保险公司觉得不再需要，在 2009 年 9 月收缩了覆盖面(不再为其他银行债务提供保险)。

金融控股公司(原银行控股公司)也经常利用长期债务工具为银行子公司或控股公司的其他子公司筹集资金。由于既可以通过购买其股票为银行增资，也可以直接贷款给银行，因此，控股公司也是银行的重要资金来源。

表外项目

在技术上讲，表外项目不是银行的债务，而是银行在未来可能承担的一种或有负债或义务，例如，我们在本章所讨论的一些项目。会计准则要求潜在义务应作为脚注包括在银行的资产负债表中。这将包括备用信用证，未使用的信用额度，以及可能使银行发生成本的某些衍生品合约。通常，当其他信贷资源枯竭时，银行客户可能不得不要求银行兑现这些信用义务，就像在金融危机时期一样。

一些银行——特别是较大的银行，更激进的银行——表外项目远超其总资产。这通常是未使用的信用卡额度，未使用的贷款承诺，和备用信用证。银行可以轻松地利用这种方式，因为他们从经验得知，这些金额实际上几乎从来未曾必须被满足。

我们将一个衍生工具合同的实例作为银行的一个潜在负债或表外项目来考察。一个美国生产商将货物运往英国；合同要求在 6 个月后支付 5 000 万英镑。我们假设

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

合同订立时的汇率是1英镑=1.60美元。因此,合同价值8 000万美元,这是托运人预计收到的货款。如果英镑下跌到1.53美元会怎样?合同价值为7 650万美元——发生350万美元的损失。托运人担心可能发生这种情况,购买了一个按照今天汇率1.60美元,出售5 000万英镑的期权。期权费花掉了托运人5万美元。

如果英镑确实下降到1.53美元,托运人的头寸得到了保护,得到的美元净额是7 995万美元。如果英镑没下降或者上升,托运人可以让期权作废,并在汇率上赚钱。

但谁是本合同的另一方?用衍生产品市场的术语来讲,那人就是"对手方"。对手方可以是任何愿意承担这一风险的投资者;它可能是银行或其他金融机构。它可能是托运人自己的银行,由它提供风险保护。很容易看到,如果交易对手对风险的定价适当,这种合同可以相当有利可图——例如,这5万美元的期权费。许多银行都在开展出售衍生品的业务,或者向其他人的风险提供保护而收费。这类业务在过去的二十年中得到了惊人的发展,对那些把风险暴露程度估计错误的许多银行而言,这非常令人懊恼。

因此,在这个例子中,银行有一个或有负债。实际上,它估计的损失是350万美元——或对这一风险暴露的任何合理的估计。但是整个5 000万英镑没有风险;合约的总价值被称为"合约价值"。因此,银行应在资产负债表的脚注中显示有一笔350万美元的表外负债。银行(或无论对手是谁)可能会提出一个"底线",即表明它为特定的收费所愿意承担的最大损失。

潜在风险的其他例子似乎每一天都在发生。最近几年来,例如,我们见证了结构性投资工具(SIV)的发展。许多银行和其他金融机构的子公司这样的实体通过发债而取得次级抵押贷款或其他高风险资产。只有SIV的净投资出现在银行的资产负债中,这欺骗了投资者——他们不知道,SIV掩盖了在资产变坏的情况下将承担巨额损失的风险。

例如,假设由母行出资1 000万美元而成立。SIV因此可以进入市场发行债券,比方说1亿美元,并用来从银行购买有风险的银行抵押贷款。假设抵押贷款违约并必须减值20%的票面价值。这个资本只有1 000万美元的SIV,现在有7 000万美元债务不能清偿,必须关闭。这意味着它将被合并到母行的资产负债表,母行会吸收7 000万美元的损失,以及对SIV的1 000万美元的投资损失。这件事发生在2007年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的 12 月，当时花旗集团必须吸收在 SIV 上 410 亿美元的减值损失。银行的资产负债表的脚注应当显示了这一风险敞口。

参考文献

1. Lewis M(2010) *The big short*. W.W.Norton, New York.
2. Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistical Release H.8, Assets and liabilities of commercial banks in the United States. 25 May 2012.
3. Lind M(2012) *Land of promise: an economic history of the United States*. Harper Collins, New York, Chap.1.
4. Bair S(2013) *Bull by the horns*. The Free Press, New York.
5. Eaglesham J, Baer J(2010) "SEC to target bank 'Window Dressing'." *Financial Times*, London, 17 Sept 2010.
6. McKinley V(2011) *Financing failure: a century of bailouts*. The Independent Institute, Oakland, p.313.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 4 章

银行如何利用自己的资金?
资产负债表的资产

我们已经讨论了银行和银行控股公司除资本账户之外的几乎所有的资金来源,而我们将在第 5 章回到资本账户的讨论。但首先,我们对考察银行通常持有资产的类别很感兴趣,并将重点考察盈利资产——投资和贷款。

所有的银行资产都存在二级市场。因此,银行可以选择将资产持有到期并偿付,或者在有盈利机会时将其出售,或者出于一些其他目的将资产从账目中处理掉。在第 7 章,我们将研究银行和投资者所依赖的各种金融工具的市场。

有许多方式看待资产的本质——盈利资产或非盈利资产,流动性资产或非流动性资产,或作为储备的资产。所谓作为储备的资产,我们是指单个银行或整个银行体系所拥有的、为了产生收益,可供贷款或其他投资的资金。单个银行的准备金是它在美联储的准备金账户中的资金,加上它的库存现金,以及任何可以快速转变为现金的短期投资。

盈利资产,如上面提到的,基本上都是贷款和投资,而非盈利资产可能包括存放在保险库中,并没有计为法定准备金的现金,在途资金以及银行的房屋和设备等。原因很明显,银行都试图减少非盈利资产,在很多情况下甚至不拥有自己的房屋和设备而是租赁它们。出于粉饰报表的目的,许多银行家拒绝有任何非盈利资产出现在其资产负债表中。

流动资产是现金或可以非常快速地转换为现金的资产。由于市场效率的提高,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

非流动性资产也具有非常好的流动性——尽管有时会存在损失或惩罚，这种区别的意义已经大不如前。然而，在流动性和收益之间通常有一个权衡，因为有更大的盈利潜力的资产，也就是贷款和长期投资，通常流动性也会欠缺一点。

银行准备金和部分准备金制度

返回来讨论一下法定准备金，我们在前面指出，根据条例 D 规定，中央银行要求银行将活期存款的一定比例存放在银行开立在美联储的账户。库存现金可以作为法定准备金的一部分；其余的存放在美联储。直到最近，美国银行系统里的这些准备金是非盈利资产，因为美联储并不向其支付利息。但是，由于受到来自银行业的压力，作为 2008 年金融救援计划（TRAP 计划）的一部分，国会改变了这一政策，要求向法定保证金和超额保证金，利率最初被设定为法定准备金为联邦基金利率－10 个基点，同时超额准备金利率为联邦基金利率－75 个基点。在做出这一改变之后，经济出现了衰退，美联储重设了利率，使其等于联邦基金目标利率或其区间的上限，即 25 个基点。

这个政策的改变可能会对未来的货币政策产生影响，因为在设定它所支付的利率时，美联储拥有了一个控制市场利率的新工具。提高这一利率将导致资金从银行系统流向美联储，使得这些资金丧失货币功能，也就是说，降低货币供应。反过来，降低这一利率将刺激银行减少存放在美联储的超额准备金，使得资金重新回到银行系统，也就是说，增加货币供应。一般来说，这些举措将分别代表货币供应的减少或增加，并因此而成为货币政策工具。

我们的制度与许多其他国家的制度类似，是一种部分准备金制度。“银行存款乘数”取决于该制度。10％的准备金要求意味着存入银行系统的任何初始金额的新增存款会带来潜在的 10 倍存款扩张，也就是 1/(准备金率)＝存款乘数。新的货币——例如，来自外国的资金或源自于中央银行的信用——通常因其具有乘数效应而被称为“高能货币”。

下面的示例显示了银行系统怎样通过其贷款操作扩大货币供应量的。从银行 A 发放贷款开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行存款的扩张

银 行	存款增加	贷款增加	准备金增加
银行 A		\$1 000	
银行 B	\$1 000	900	\$100
银行 C	900	810	90
银行 D	810	729	91
银行 E	729	656	73
银行 F	656	591	65
	…	…	…
所有银行	\$10 000	\$10 000	\$1 000

因此,可以看出,贷款总额已经是原始贷款的 10 倍,而存款总额——假定每一笔贷款收入都被存入系统内的某家银行——也扩大了 10 倍。中央银行所持有的总准备金增长到原始贷款金额的 100%。所有的经济学专业的学生都被讲授过这一简化的例子,我们用它来说明银行系统创造货币的能力。但是这建立在一个非常重要的假设之上,而这一假设可能成立也有可能并不成立。这一假设是,在经济中贷款需求始终存在。有一种情况,例如,美联储试图实行刺激性的货币政策而降低了准备金率,但是它可能会失望地发现,即便降低了利率,无论是企业还是消费者都不愿从供给增加的资金中借款。这一情况就是凯恩斯所称的“流动性陷阱”(Keynes, 1936)。在第 12 章货币政策中我们将会对银行准备金进一步讨论。

盈利资产,投资,政府和政府机构证券

传统上,银行进行投资不仅是为了获得回报,而且也是为了满足贷款需求的增长。最保守的银行持有与贷款相关的投资的比例更高。然而,最近的趋势表明,银行将持有的投资视为交易性资产,倾向于将贷款在市场中出售。我们将在后文对贷款进行更深度的讨论,但在这两种情况下,最近的趋势表明了银行激进地偏离了传统银行模式。在传统的银行模式下,盈利资产通常都持有到期,银行从其存续期中获得利息收入。

我们已经从 2007 年开始的经济衰退中清楚地看到了这些趋势,在经济低迷之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

前的几年，银行向按揭抵押贷款市场投放了大量的贷款。此外，它们还大量投资于按揭抵押贷款支持证券——也就是以由发起银行出售给投资者的按揭抵押贷款为基础而发行的债券或票据。发起银行将这些按揭抵押贷款转换为按揭抵押贷款支持证券，再出售给公众，其中也包括银行。这里有一个严重的问题，因为这些抵押贷款中许多是次级贷款或其他风险程度更高的贷款，发放这些贷款时银行对借款人的财务状况没有进行充分的分析或尽职调查。这一事态的发展是美国银行业的一个巨大疏漏，它无视了银行业的所有基础逻辑。这个被称为“证券化”的过程将在本章后文得到更详细讨论，对它的滥用是造成近几年遭受的灾难性金融危机的主要原因。

就其投资组合而言，银行与其他投资者在相同的投资机会上展开竞争。这些竞争对手包括非银行金融机构，如投资银行，共同基金，对冲基金，保险公司，以及私营企业和那些有资金投资的人。换句话说，这些都是敞开的私人市场，受制于存在于所有市场中的供给和需求力量的影响——无论是玉米、小麦、石油或黄金，或债券、股票或其他种类的金融工具。虽然许多投资者依靠银行家来为其资金投向提供建议，事实上，经验表明银行家与任何其他分析师或观察员相比，在这些市场上没能更好地洞察未来。

国债

美国银行最常见的投资之一是美国国债(国债)。这是实情，顺便说一句，美国国债也是最受许多外国银行和投资者欢迎的投资品种。①它们以短期国库券，中期票据，长期债券的形式向投资者提供——国库券的期限通常为 4 个星期到 1 年，中期票据的期限为 2 到 10 年，长期债券为 10 到 30 年。美国国债被市场视为几乎无风险的，并在确定银行的风险资本要求时也是这样处理的。(第 5 章有关于这个问题的更多讨论。)

美国国债市场具有很高的流动性，因为它们的二级市场遍布世界各地，同时，因为它们的成交量很大，买家和卖家可以在任何时间、任何地方完成交易。

① 截止 2013 年 3 月 31 日，流通在外的国债大概有 16.8 万亿美元，其中 5.6 万亿美元的国债由外国投资者——政府，中央银行，企业和个人持有。当时的最大持有者是中国，持有 1.3 万亿，剩余的国债几乎分布在每个国家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1. 通货膨胀保值债券

1997 年，国债发行中增加了通货膨胀保值债券。在通货膨胀严重的时期，固定收益证券的投资者处于非常不利的地位。由于投资者对通货膨胀的担忧，财政部为了在这种时候继续出售其债务，觉得需要向投资者提供抵御通胀的保护。因此，在 1997 年，财政部对外宣布发行通货膨胀保值债券。这些证券的期限有 5 年、10 年和 30 年，按固定利率支付两次利息。但是，债券的本金是可以调整的——发生通货膨胀时向上调整，发生通缩时向下调整。

同其他国债一样，通货膨胀保值债券也有其二级市场。它们的实际市场利率是市场对“真实”利率的一种估计。真实利率等于名义利率减去对通货膨胀率的估计。并且，通过这一概念的扩展，将给定期限，如 10 年期的通货膨胀保值债券与有相同期限的 10 年期的标准债券进行比较，就可以知道在到期日之前这一期间的通货膨胀率的估计。例如：10 年期国债在某一天的收益率是 4.3%，同一天 10 年期的通货膨胀保值债券收益率为 2.05%，两者之差（4.30－2.05），或 2.25%就是市场对剩余期间的通货膨胀率的估计。由于通货膨胀保值债券的存在，对这一时期的通货膨胀率的估计基本上合理可靠的，这意味着财政部在为通货膨胀保值债券确定利率时对通货膨胀率的估计非常精准。



资料来源：http://www.federalreserve.gov/releases/H15。

1953—2009 期间 3 月期国债的实际利率和名义利率

The American Monetary System

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

请注意上图中从1955年到2010年的55年间,3月期国债的名义利率和实际利率的差异。大约从1965年开始至70年代,这是美国经济自二战以来所经历的最严重通货膨胀,这要归咎于林顿·约翰逊总统的伟大社会计划和越南战争升级的双重影响。两条线之间的差异代表了通货膨胀增长的速度。转折点发生在1980年,这是由于美联储第一次奉行了严格的抗通胀政策。这一转折点之后,通货膨胀得到了控制,并保持在大约年均2%的水平直到21世纪之交,其时甚至出现了进一步下降。

因为20世纪70年代后期极高的通货膨胀率以及2002年后名义利率的急剧下降,这些期间出现了实际利率为负的情形,而在后一时期,通货膨胀率已经很低,也产生了负的实际利率。从投资者的角度来讲,实际利率为负意味着他们付钱让别人为他们拿钱。但是,即使有这样的缺点,投资者也会愿意选择以负利率持有3月期国债,例如,出于"避风港"的考虑——也就是,他们觉得将钱放在财政部比用在他们所能选择的其他用途,如股票,更安全——因为股票可能更危险。这再次有助于解释通货膨胀保值证券所具备的吸引力。

即使名义利率也可以变成负的,但这通常只发生在很短暂的时间内,通常在一个交易日内。在过去经济衰退的几年中,当货币政策为了刺激经济而将名义利率降得很低时,这种情况已经出现过好几次。

2. 浮动利率国债

2012年8月,美国财政部宣布了发行浮动利率债券的意图,这将是其15年来的第一个新产品。最近,他们已经宣布在2013年四季度开始发行的意图。这一发行时间与随着经济好转,预期美联储退出2007年以来已推行的宽松货币政策、利率上升的时间相符合。这些票据的利率会定期被重置以匹配当前市场利率。这一举动鼓励投资者持有国债,因为他们不用担心随着利率开始再次上升而遭受损失,因此,这增强了国债市场的稳定性。票据发行的期限为2年,并且财政部将会用其3月期国库券销售的拍卖收益率来调整浮动利率票据的利率。①

① "财政部决定提供浮动利率债券",华尔街日报,2012年8月2日,第C-3页。同样有,"财政部正在准备浮动利率债务",华尔街日报,2013年5月2日,第C-3页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

联邦机构证券

除了财政部的直接负债，还有一些有不同的联邦机构发行的证券，这些证券都隐含着联邦政府对它们的支持。这些证券都是由所谓的“字母表汤”机构——房利美(FannieMae，FNMA)，房地美(Freddie Mac，Federal Home Loan Mortgage Corp，联邦住房贷款抵押公司)，吉利美(Government National Mortgage Corp.，政府国民抵押贷款公司)，沙利美(Student Loan Marketing Association，Sallie Mae，学生贷款营销协会)，FHLB(联邦住房贷款银行系统)，联邦住房管理局，以及联邦农业信贷系统等机构发行。正如它们的名字所暗示的，这些机构是根据国会法案设立的、对某些经济部门提供流动性的机构。他们通过购买贷款银行取得的住房抵押贷款，学生贷款，农业信贷，或者任何可能的情况，发行基于这些贷款池的证券并出售给大众投资者。这些证券的投资者既包括个人，也包括了大型机构投资者，如保险公司、共同基金、对冲基金等。

这些机构在执行分配给它们的任务这方面干得不错，直到 21 世纪第一个十年的早期才开始出现过分的行为。这在房地产行业尤其如此，这些机构为 2007 年崩溃之前的房地产泡沫推波助澜。房利美和房地美在美国的泡沫破裂之前已经持有了 11 万亿美元未偿抵押贷款中的一半，约合 5.3 万亿美元之巨。我们将在第 8 章进一步讨论这些机构在 2007—2012 年的衰退中所扮演的角色及其产生的后果。

市政证券

政府发行的其他有价证券包括了“市政证券”大类。金融出版物中的市政证券是指低于联邦政府的任何层级的政府——也就是州、城市、校区或其他独立机构，如机场、公路、水坝、桥梁等发行的债务工具。“市政证券”这一名头，正如其通常所称，其收益通常免征联邦所得税。因此，它们的利率也比其他政府证券稍低。最近的经济衰退中有一个异常，由于在州和城市项目中的联邦资金大大削减，市政的信用评级已经下降到了为其债务不得不支付比以往更高的利率的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

盈利资产，投资，公司证券

公司债券和债券评级机构

公司证券包括债务，即债券、票据、商业票据，以及权益，即股票。公司债务证券通常被分成三类：投资级，这由最有信誉的公司发行，具有最高的质量，中间级以及高风险的“垃圾”证券。债务评级机构，如前面所提到的穆迪、标准普尔、惠誉等，对新发行的公司债以及那些发行在外、在债券二级市场中向投资者销售的债券提供评级。这些机构是私人机构，实际上几乎所有的市场参与者——发行人和投资者多年以来都依靠它们，它们的评级对于发行人所需要支付的利率具有重大影响。

从2002年的安然丑闻到始于2007年与抵押贷款相关的衰退，债券评级机构近几年受到相当大的争议。在这两种情况下，评级机构被指责对安然所发行的债券以及一些大型银行所发行出售的抵押贷款支持债券给出了过高的评级。批评称，评级机构有一种固有的利益冲突，它们的收入来自所要评级的债券的公司，这使得即使在发行人的财务状况显然如此的情况下，它们也不那么愿意给出低评级。因此，评级机构的信誉已经在过去的十年中严重受损。

在发行时或者在二级市场上，公司债券的买家主要是大型机构投资者，但也包括了中小投资者和个人。投资级的债券是银行喜欢的投资品种。

垃圾债券和杠杆收购

高风险或垃圾债券也有过不光彩的历史。它们在20世纪70年代和80年代作为杠杆收购的载体而变得非常流行。在这些情况下，收购方（个人或一组投资者）通常试图购买一个现有公司的全部现有股票（或者至少实现控股），许多收购方发现他们可以通过出售垃圾债券筹集大量资金。典型的做法是，一旦投资者已经成功地购买了目标公司的股票，他们就会接管目标公司，并将债券作为公司债务，意图用公司未来的收益偿还这些债务。

这个过程有时是成功的，有时候不是。获得所需数目的股票所需承担的债务负担超过预期，以至于被收购的公司难以偿还债务的情况并不罕见。在这种情况下，杠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

杆收购可能被推翻，公司必须通过发行新股票再次公开上市。一个广为人知的例子是 1989 年 RJR—纳贝斯克的杠杆收购(Burrough and Helyar，1990)。这一情节将在第 8 章讨论投资银行的作用时进一步展开。

在上世纪 80 和 90 年代，因为在许多情况下，杠杆收购被用来接管公司时带有肢解公司、出售其资产的意图，并造成这些公司的员工失去工作，所以杠杆收购在金融市场和投资者之间声名狼藉。当然，并不是所有的杠杆收购都是以这种方式处理，但这足够使它们在公众心中受到怀疑。这也影响了垃圾债券的市场，其后果是，它们也名誉扫地了好些年。杰姆斯・斯图尔特在他的《贼窝》一书描述了好些这样的经历(Stewart，1991)。这本书在处理 20 世纪 80 年代末华尔街的一些著名的人士时写得非常好，尤其是迈克尔・米尔肯和伊凡・波斯基等人。米尔肯，他推广了垃圾债券；波斯基，使套利成为一种艺术形式。两人都跨越了伦理和法律的红线。尽管他们有不加掩饰的犯罪意图，但他们是有趣和创新的人，这本书展示了一切。

然而有趣的是，尽管有这些早期的经历，因为投资级债券的利率显著下降，垃圾债券在最近的十年里重整旗鼓。投资级和垃圾债券之间的利差已扩大到足以吸引投资者重返垃圾债市场。①

公司权益证券

投资对象也包括公司的权益证券或股票。而优先股因其通常支付固定股利而且在公司破产清算时对其资产具有有利或更高的索偿地位，因此本质上更像债券，只有一般所称的普通股才代表了对公司的真正所有权。在公司进行清算时，普通股处于最后的清偿地位，这就解释了为什么当公司破产时许多普通股股东被消灭的现象。

1933 年法案(俗称格拉斯—斯蒂格尔法)禁止银行进行普通股投资，并且直到格拉斯—斯蒂格尔法的部分内容被 1999 年格拉姆—里奇—比利雷(GLB)法案废止时仍然有效。如前所述，格拉斯—斯蒂格尔法使得银行完全不能从事投资业务。对这一法案的争议持续了八十年，时至今日，争议仍然存在。许多观察家认为国会倾向于

---

① 参见“垃圾债券繁荣，风险堆积”，纽约时报，2012 年 8 月 16 日，第 B-1 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

惩罚银行，因为20世纪30年代一个广为接受的观点就是银行在股票上的投机导致了大萧条。这一观点具有一定程度的合理性，当今的一些经济学家对于这一法案对经济产生的影响有着更清醒的认识，认为该法案使得银行业在较长的时间里保持了稳定，在这些限制下，经济也得到了发展。解除管制造成我们今天所面临的混乱，从这个角度看，GLB是一个错误。

无论如何让，GLB法案通过的后果就是银行现在可以投资代表企业所有者权益的普通股。这是对美国经济中将银行和商业分离这一传统的背离。这一传统背后的哲学就是，银行拥有股票可能带来利益冲突——也就是说，银行能够或可能偏爱那些自己拥有股权的企业，并在对其进行信用分析时没有应用相同的标准，从而降低整个银行体系的信贷质量。然而，愤世嫉俗的人可能会说，从我们最近的经验看，在任何情况下都不能指望银行会执行好信贷分析标准。尤其是在次级按揭贷款中，我们看到银行丝毫不在乎地故意向资信不可靠的借款人发放贷款，因为他们知道可以将贷款出售，在他们的交易簿记中100%没有信用风险。现在我们从这些经验中了解到，他们没有从系统中消除信用风险，只是把它从发起银行转移到了不知情的投资者手中，后者不可避免地遭受了损失。

日本因为缺乏对银行和商业之间的隔离而有过不幸的经历。他们允许银行和他们的借款人之间存在非比寻常的紧密关系。这就导致了他们不情愿实施急需的银行业改革，这种拖延导致了20世纪90年代不同寻常的长期衰退，并持续至21世纪。我们现在称之为“失去的十年”。

因此可以说，美国银行业和商业的历史性分离正逐步瓦解。好也罢，坏也罢，这是各个国家的监管政策如何趋同的另一个说明。

房地产和其他项目

最后，在投资项目中，银行报表通常不会显示他们运营性质之外的房地产投资。账户中另一个主要的例外是“拥有的其他房产”账户，或者叫OREO账户——这个账户代表那些在止赎程序中收进的房地产。银行一般会尽可能快地处理掉这些资产，因为他们一般不愿意管理物业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Size Distribution, All U.S. Commercial Banks, March 31, 2012
Source: FDIC (http://www2.fdic.gov/sdi/main.asp)

Assets	Number of Banks	Percentage of Banks	Percentage of Assets Held
Less than $100 million	2101	33.5	1.0
$100 million - $1billion	3637	58.1	8.3
More than $1billion:			
Below the top 10	515	8.2	34.3
The top 10	10	0.16	56.4
Total	6263	100.0	100.0

Total Assets of the Ten Largest U.S. Banks, March 31, 2012
Source: Federal Reserve System (http://www.federalreserve.gov/releases/lbr/current)

Institution	Location	Assets ($billions)	Share of All U.S. Bank Assets (%)
JPMorgan Chase Bank, NA	Columbus OH	1,842.7	14.4
Bank of America, NA	Charlotte NC	1,448.3	11.3
CitiBank, NA	Sioux Falls SD	1,312.8	10.3
Wells Fargo Bank, NA	Sioux Falls SD	1,181.8	9.2
U.S. Bank, NA	Cincinnati OH	330.2	2.6
PNC Bank, NA	Wilmington DE	287.8	2.2
Bank of NY/Mellon	New York NY	229.7	1.8
HSBC Bank, USA, NA	McLean VA	206.8	1.6
TD Bank, NA	Wilmington DE	193.1	1.5
State Street Bank & Trust Co.	Boston MA	184.0	1.4
Total Assets, Largest Ten		7,217.2	56.4
Total Assets, All U.S. Banks		12,780.9	100.0

Total Assets of the Ten Largest U.S. Financial Holding Companies, March 31, 2012
Source: Federal Reserve System (http://www.ffiec.gov/nicpubweb)

Institution	Location	Assets ($billions)
JPMorgan Chase & Co.	New York NY	2,320.3
Bank of America Corp.	Charlotte NC	2,180.1
Citigroup Inc.	New York NY	1,944.4
Wells Fargo & Co.	San Francisco CA	1,333.8
Goldman Sachs Group Inc.*	New York NY	951.2
Metlife Inc.**	New York NY	819.6
Morgan Stanley*	New York NY	781.0
U.S. Bancorp	Minneapolis, MN	340.8
HSBC North America Hldgs. Inc.	New York NY	340.3
Bank of New York Mellon Corp.	New York NY	300.2
Total Assets, Largest Ten		11,311.7

* formerly an Investment Bank　　** formerly an insurance company

盈利资产：贷款

贷款是银行的命脉，通常是银行最重要的资产。总资产中贷款的比例越高，银行对市场的服务更好——当然银行在发放贷款时进行了很好的判断是一个前提条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于整个银行体系而言，贷款是其为实体经济服务的最重要作用。

银行的历史贷款模式是：大银行主要集中在商业和工业贷款、为经纪商和交易商持有证券提供贷款、国外贷款、信用卡贷款等，而小银行则更注重消费者和小企业贷款。储蓄机构——储蓄和贷款协会、信用社等，传统上处理住房抵押贷款、住房改善贷款和其他与房屋相关的贷款以及消费贷款。

经济事件可以中断对银行系统的贷款程序，致使金融市场冻结，从而影响整个经济。早些年，这种情况被称为金融恐慌。信贷紧缩仍时有发生，如果信贷流动不能恢复就会导致经济衰退。在第1章我们注意到，1913年建立联邦储备系统作为美国中央银行的一个主要原因就是为了保持货币供应的弹性，可以向银行提供流动性以避免金融恐慌。

向经纪商和交易商提供的活期贷款对于金融危机非常敏感。例如，1987年股票市场的暴跌——当时纽约证券交易所最大百分比的价格下跌——造成了这样的危机，银行停止向经纪公司提供贷款去保持对于行业的运转非常必要的证券存货。银行停止贷款的原因是它们所持有的抵押品的价值，也就是股票的价值，大幅下降。当时的美联储主席格林斯潘出面向银行保证，如果它们继续向经纪行业贷款使其继续运转，美联储将会向银行提供流动性。这一道义劝说足以能够恢复市场的平稳运行。

再次，在2007—2012年的危机中，类似的贷款被中止的情况再度发生，住房市场和商业票据市场就是现成的例子。在这里，中央银行的再次干预保证了市场继续运转。这些例子说明了银行系统的贷款过程对于保持金融市场的正常运转以及经济有效运行的重要性和敏感性。我们把这称为中介过程。

我们注意到，银行贷款的模式在最近几年已经发生了显著的变化。这些变化有几个原因，其中有：参与贷款和银团贷款的增加、贷款的销售和证券化、贷款过程中风险意识的增强、更好的风险管理需要，最后还有，在世界范围出现了银行整合趋势。我们将对这些因素做些深度的讨论，但是在此之前，我们首先看看美国银行业截至2012年3月31日的总体财务状况。见前文中的表格。

值得注意的是，美国商业银行的数量（不包括储蓄机构）也下降了将近60%，从1987年高峰期的超过15 000家下降到2012年3月31日的6 263家。许多观察家认为，这仍然远远超过了服务美国经济的金融需求。大量银行的存在反映了美国双重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行体系的异常，以及这个国家禁止银行开设分行的事实。禁止开设分行，对于那些希望在一个或多个地方开展银行业务的机构而言，不得不成立独立许可的、独立的银行，而不是简单地开一家分行。直到国会 1994 年通过里格—尼尔法案，这一限制才最终被彻底废除。

从前一页的表中我们注意到，2012 年 3 月 31 日占美国银行总数 8.4%的银行持有 90.7%的资产，而 91.6%的银行(5 738 家)仅持有 9.3%的资产。前几大银行的集中度还在进一步提高——也就是说，在 2008 年超过 10 亿美元资产的银行持有总资产的 86.7%，这表明在这 4 年中集中度提高了 4%。这个简单的统计显示，国家的金融资产越来越多地被少数人——即大金融机构的官员和董事控制。这一趋势与我们社会中的收入财富越来越向最富有的成员集中的趋势高度相关。

许多经济学家认为，研究证明，这种金融资源集中在过去的 30 年中形成，并造成工业投资减少，导致经济的实际产出下降。诺贝尔奖经济学家约瑟夫・斯蒂格利茨说，“美国不仅是先进工业国家中不平等程度最高的，而且相对于其他国家，不平等程度的绝对恶化程度也是最高的。”这一趋势由“基尼系数”显示出来。①斯蒂格利茨进一步认为，除了不平等造成的不稳定的成本，它同样导致经济体效率和生产力的降低(Stiglitz, 2012, pp.92, 117)。此外，历史告诉我们，这样的收入和财富差距可能导致社会动荡和革命(Wolff, 2004)。

上表中的金融控股公司名单显示自 2007 年以来出现了一个有意思的情况——最近的经济衰退就是从这一年度开始的。有两家机构的资产现在已经超过了 2 万亿，四家机构超过了 1 万亿，达到了所谓的“大到不能倒”的程度，我们将在第 5 章更详细地讨论这一问题。名单中还有三家机构在衰退开始时不是银行，但是为了能够在危机时期获得美联储的贴现支持，改变了它们的章程而转变为银行。这几家机构就是投资银行高盛和摩根斯坦利以及保险公司大都会公司。

银行贷款过程始终受到一定的限制，这是限制来源于法律和/或法规或规则，或

① 基尼系数在 0 和 1 的范围之间衡量收入的平等程度，其中 0 代表完全平等，1 是完全不平等。2010 年，大多数工业国家的范围在 0.2 到 0.3 之间。美国为 0.47，在所有工业化国家之间，不平等水平最高。来源：美国中央情报局，世界概况，2010，同上。(www.cia.gov/图书馆/出版物/世界概况/领域/2172/HTML)。

The American Monetary System

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

者行业通常为了慎重起见而形成的经验法则。在第一类中,例如,监管规定不允许银行对单一借款人贷款超过其资本的15%。同时,对银行自身的管理人员和董事的内部贷款必须报监管部门。在审慎实践方面,我们可以观察到银行倾向于使贷款分散化以避免把所有鸡蛋放在一个篮子里。银行一直强调这种做法,并得到监管机构的鼓励。此外,银行通常强调执行细致彻底的承销程序——也就是,对潜在的借款人进行尽职调查,以确定他们是否能够偿还贷款。承受信贷风险是银行业业务的一个必要组成部分,几个世纪以来,银行家们都明白这一道理。

就是这些理智并符合逻辑的规则,通常保守的银行家在很多场合似乎完全将其抛之脑后是令人吃惊的。在导致2007年衰退的前些年头,我们亲眼目睹了银行家们追求竞争优势、发放尽可能多的贷款的热情,最终让贪婪主导了一切。他们发放贷款,并在墨迹未干之前卖掉它们,毫无顾忌的将信用风险转嫁给不知情的买家——这种不负责任的行为导致自家机构倒闭并使得成千上万的投资者遭受损失。

因为忽视分散化原则而倒闭的金融机构的尸骸遍地——例如20世纪70年代农业危机中的农场带银行和20世纪80年代后期能源衰退中的得克萨斯银行。如果银行业对经济总量的福祉并不是如此重要,也许这些失误判断不会得到这么大的关注。但它是大众感受到经济衰退的痛苦并对造成这些痛苦的人心怀怨恨的重要原因。2010年的多德—弗兰克法案就是国会和公众对这一场崩溃的反应。

从上面我们注意到银行的贷款模式在最近几十年已经发生了显著的变化。增加对参与贷款和银团贷款等方式的使用使银行能在更有效地处理大额贷款需求的同时仍能保持贷款分散化。在参与贷款中,银行出售贷款的一部分给另一家银行。这可以绕开资本金的限制并为银行提供了分散化的机会。银团贷款本质上相同,但具有多家银行参与的更正式的结构,可以处理巨额贷款——通常全球性的巨额贷款。这些技术都是有效的贷款分散化和分散风险的方法。我们将在第8章中与股票和债券辛迪加一起,对银团贷款予以更多的关注。

贷款中的风险

在发放国内贷款,也就是使用本国货币发放贷款时,银行主要关心的是信用风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险。如果贷款采用浮动利率，正如现在的许多贷款一样，银行同样需要考虑市场风险，或利率风险。在国际借贷中，银行面临货币风险或外汇兑换风险。此外，在某些情况下，银行可能面临国家风险——有时被称为政治风险，也就是在一个国家因经济情况糟糕或者法令原因而出现违约，就像 1998 年俄罗斯出现的情况那样，幸运的是，这样的情况比较少见。请见第 9 章题为“金融危机年表”的中关于俄罗斯金融危机的那一节。同样，后面我们将会讨论其他类型的风险——也就是说，银行可能面临的除贷款之外的风险。因此，在国内和国际舞台上，风险防范是贷款过程中不可或缺的一部分。这可能涉及许多技术，但近年来它已涉及越来越多地使用衍生工具合约——这也将在第 10 章“管理金融风险”中得到更深入的讨论。对信用风险的最基本的保护就是分散化——包括使用参与贷款、辛迪加以及好的承销等方式等。我们已经观察到，银行在好的年景变得相对草率，不重视风险。这发生在 20 世纪 90 年代到 2007 年后期市场崩溃这段期间，银行业为房地产泡沫火上浇油，忽视了任何市场价格既可能上升也可能下降的经济现实。因此，如上所述，银行都受到了严重的惩罚，许多银行没能生存下来。现在，风险意识深入人心——对银行家和监管者都是如此——银行在贷款时也逐渐采用了更保守的方法（Smith and Walter，2003）。

贷款和资产支持证券的销售与证券化

我们在本章的前面注意到，银行资产负债表的变化反映了行业的根本性转变。在我们对负债的讨论中也注意到，向批发银行转型——大型机构中尤其如此——反映在对市场资金越来越多的使用而不是依赖于传统的核心存款。

资产方面也从几个方面体现了这一变化趋势——例如，贷款与总资产的比例下降，更多地使用参与贷款和辛迪加贷款，贷款销售增加，以及越来越多的贷款证券化。贷款证券化通常是产生贷款的银行将贷款销售给第三方、经纪商、信托、投资公司等，这些机构将大量此类贷款汇集在一起——也就是说，几亿或几十亿美元面值——然后基于这些贷款发行债券或票据。这些就是“资产支持证券”，这些证券由贷款池提供担保，贷款池反过来得到了贷款所对应的资产——也就是，住房抵押贷款、商业抵押贷款、汽车贷款和租赁以及信用卡债务等的支持。实际上几乎所有的银行贷款都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能按照这种方式转换为证券。这一过程造成了一个很大的，全球化的资产支持证券市场，所吸引的投资者大到超出了银行业本身的能力所及。

这个概念非常简单直接，它能使银行恢复其流动性并摆脱信用风险。贷款完全从其资产负债表中消除。与银行其他的大多数做法一样，这一程序也会被滥用，错用或过度使用。

在最近的金融危机中，因其对住房市场的崩溃以及随之而来的经济衰退的影响，资产证券化受到了相当多的批评。重要的是，我们需要明白，证券化程序本身是合法的、有用的，它被滥用并不必然地归咎于单个机构，但是与监管机构未能对贷款过程进行足够的监管，从而未能预见危险的来临不无关系。不仅美国的投资者，还包括全世界的投资者，都试图分享美国住宅市场的繁荣，他们发现通过购买这些抵押贷款支持证券就能达到目的。

近年来，这些方面经验的引发了大量关于“利益共享，风险共担”的讨论。例如，银行被允许将贷款100%出售，自己没有保留任何风险。这导致许多机构不在乎借款人是否还清贷款，因为他们已经没有关系。2010年多德—弗兰克法案规定要求银行至少共担5%的风险。许多观察家认为这个承诺水平是不够的，但这朝着强化银行的信托责任的方向迈出了一步，并促使银行更多地考查他们的借款人的资信情况。

住房抵押贷款证券化大约始于1970年，是银行业进入资产支持证券这类业务的第一次冒险。它们最初由房利美和房地美发行，用于增加房地产行业的流动性。如前所述，这两家机构现在持有全美11万亿美元的住房抵押贷款中的一半。银行自身也是按揭抵押贷款支持证券的大投资者，许多银行发现，通过出售他们的按揭抵押贷款，转而投资这些证券——这些证券中有许多是由他们发起的——将降低银行的资本金要求，因为银行把贷款账户的资产挪到投资账户时，实际上一般会接受比贷款更低的资本金要求。

证券化过程的另一个优点就是它为银行打开了一个全国性甚至全球性的信用市场。换句话说，通过证券化在一个更大的市场出售其贷款，银行可以回收资金去发放更多的贷款。它的作用是为银行自身的市场提供资金。如果它选择这样做的话，银行能更有效地使其资产分散化。客户关系也可以得到维持，银行继续服务了贷款顾客——这很典型，并且对客户经常是完全透明的，而且这通常会给银行带来收费收入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证券化的效果取决于债券评级机构对最初的标的贷款的了解——它将对证券化过程所产生的证券进行评级。这已经变得更加复杂。必须给出一个准确反映那些原始贷款价值和风险的估值。因此，重申一下，最成功的银行——无论其是否证券化其资产——都是在其初始的承销过程中最为谨慎的银行。

通过一个简单的例子就可以清楚地了解资产证券化过程中的效率和全球化的效果。假设我用我的信用卡去大型商店买一台电视机。我现在因购买电视机而欠了别人 1 000 美元。是谁提供了这笔钱？如果我不支付信用卡账单，信用卡的发卡行（比方说美国银行）就会来向我讨款。但是美国银行最有可能在我的信用卡账单到期之前就已经把信用卡债权出售。我购买电视机的费用和一亿美金的其他信用卡账单已经汇集在一起出售给了一个信托基金，而信托基金已经将其转换为债券出售给了共同基金。共同基金被转换成一只日元报价的基金在日本销售。一些日本家庭已经开好了新的基金账户，因此，日本家庭实际上为我购买电视机提供了资金。他们对此毫不知情，我也对此一无所知。只要我能按时偿还账单，他们能从基金账户收到利息，大家就皆大欢喜。金融系统的透明度对于成千上万的参与者而言，就是一个科技成就上的奇迹。

应该明确的是，证券化为银行、银行体系以及金融市场的效率和有效性提供了重要的优势。因此，不幸的是，过度错误地使用使其在金融领域遭受了怀疑，这种影响可能需要相当长的时间才能消除。

过手安排

我们现在考察一些生成抵押贷款支持证券（MBS）以及其他资产支持证券的技术的例子。例子之一就是利用“过手”技术，也就是说，抵押贷款池以现金的方式从银行移交给一个特殊的信托。类似征信托所有权的证书以证券（债券或票据）的形式出售给公众或其他金融机构。投资者现在拥有这些按揭抵押贷款并承担其信用风险。当其将贷款转变为新的流动性的时候，银行的资产负债表就发生了改变，它的信用风险就被消除。

银行（之前）	银行（之后）	信托	
第一步： **银行提供按揭抵押贷款**	第二步： 从信托取得现金	第一步： 从银行买入按揭抵押贷款	第二步： 向投资者出售证券（MBS）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在过手安排协议之下,按揭抵押贷款的还款直接还给信托——或者如果由银行为信托处理这一职能,那么经由银行过手。然而,证券被偿还的速度可能比预期的要快,如果有足够多的按揭抵押贷款被提前偿还的话——这对投资者来说是个麻烦,对于那些收到有吸引力的回报的投资者来说,他们并不希望比排定的偿还更快。当然,这种提前偿还在利率较低或利率下行的时期容易发生,因为借款人希望降低他们的借贷成本。在这样的环境下,投资者很难找到具有相似回报的其他投资方式。

有一个因素使得 MBS 在 20 世纪 70 年代变得流行,那就是按揭抵押贷款得到了房利美、房地美和吉利美的保证。因此,它们被视为低风险投资,市场也如雨后春笋般涌现。当 2007 年秋天出现次贷危机时,这个市场来了个急刹车。投资者抛售证券,金融媒体用“有史以来最大的按揭抵押贷款呕吐”来刻画这一情形。

抵押担保债券

这些债券是对最初的 MBS 做出了一些修改。在此过程中,银行发行抵押担保支持债券,并持有按揭抵押贷款作为债券的担保品。这些债券是银行的负债,由于按揭抵押贷款仍然在银行的账簿上,所以信用风险仍然保留在银行。在这一过程中没有信托或其他实体的参与,但是确实能够为银行恢复流动性。

银行(之前)	**银行(之后)**	
第一步: 银行提供按揭抵押贷款	第二步: 通过销售债券获得现金(加上原来的按揭抵押贷款)	第三步: 向投资者出售证券(MBB)

按揭抵押贷款的还款还到银行,正如在 MBS 中的情况一样,用于偿还债券。但是如果按揭抵押贷款出现大量的提前还款,对投资者而言,这一技术也有相同的缺点(Smith and Walter, 2003, pp.197—198)。

债务担保凭证

还有另一种技术——它是前面两种技术的结合——已发展成为资产证券化的最普遍形式。这就是抵押担保证券(CMO),因为它已经扩展到不同于按揭抵押贷款之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

外的其他形式的资产，也被称为债务担保凭证(CDO)。这些工具变得普及的主要原因是因为它们避免了提前还款的问题。它们与 MBS 和 MBB 相似，但有保证的期限。机构汇集 MBS 或 MBBs，并基于这些资产池发行 CDO。很显然，投资者现在已经与原始价值有了三层距离。这些原始价值首先支持了银行的资产——房屋，其他不动产，汽车，信用卡债务，或者任何其他以其为基础发放贷款的资产。

这种方法的方便之处在于，向投资者出售的 CDO 结构可以设计成 5 年期，10 年期，20 年期等。按揭抵押贷款的提前还款就是如此组织以按顺序偿还债务担保凭证，在这，发行机构使得向 CDO 持有者的支付变得正常化。这通常依靠持有超额抵押的基础证券来提供额外的缓冲。因此，投资者不会面临像其他例子中那样的提前偿付的不确定性(同上，pp.197—198)。

因此，CDO 成为资产支持证券最流行的形式。然而，在 2007—2012 年间的按揭抵押贷款危机中，因为基础按揭抵押贷款违约，许多基于抵押贷款的 CDO 陷入违约。债券评级机构给予他们明知将要违约的 CDO 最高的(AAA)评级，这造成了进一步的混淆并误导了投资者。这种情况的发展使得 CDO 经历了相当大的负面新闻风波。这是非常不幸的，因为技术本身是合法的和直接的，并且在金融市场中被公众广泛接受。它还提高了银行放贷过程中的效率。但是，人们很快意识到，如果相关贷款的质量值得怀疑，如果不诚实的信息传递给了投资者，就会导致严重的问题。

除非发行机构最终可以兑付，持有违约的 CDO 的投资者实际上没有任何翻身的机会。但是在按揭抵押贷款市场面临重大转折的时候，就像我们最近几年所看到的一样，发行机构能否做到这一点就令人怀疑。由于远离原始价值——担保品，这就像试图将一个蛋卷恢复原状，将其装入蛋壳而得到原来的资产(鸡蛋)一样。

银行资产评估：盯市问题

国际会计准则要求对银行资产负债表上的银行资产进行盯市评估。这是银行家和会计师之间多年的争论。会计界认为，资产负债表中的资产价值应该反映资产负债表日的资产价值。这意味着它们应该被周期性地调整到当前市场价值。银行家们认为，他们不为交易或出售的目的而持有投资或贷款，而是为了利息收入而持有到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

期，这意味着资产在账簿中应保持其原始成本。

然而，银行的做法已经改变了，现在银行持有很大一部分——甚至全部资产的目的就是交易或销售。因此，目前的做法反应了一个经验法则——对于持有到期的资产应当按成本显示，而那些有可能被交易或出售的则应当按市价估值。结果是，盯市政策已经成为行业的标准。

然而，在最近的金融危机中，银行的账簿上有大量的按揭抵押贷款和按揭抵押贷款支持证券违约，美国财务会计准则委员会(FASB)在 2009 年 4 月暂停了“盯市”规则，并在 2011 年进一步暂停执行该规则。目前允许基于“一个有序的市场价格而不是被迫清算的市场价格”进行估值。其效果是，银行可以推迟确认这些资产中存在的损失，直到这些资产被出售。

这种所谓的临时举措避免了许多银行的倒闭，但拖延了清算的日子。

参考文献

1. Keynes JM(1936) *The general theory of employment, interest and money*. Harcourt, Brace, New York.
2. Burrough B, Helyar J(1990) *Barbarians at the gate*. Harper Perennial, New York.
3. Stewart JB(1991) *Den of thieves*. Simon and Schuster, New York.
4. Stiglitz JE(2012) *The price of inequality: how today's divided society endangers our future*. W. W.Norton, New York.
5. Wolff EN(2004) *Recent trends in living standards in the United States*. Edward Elgar Publishing, London, pp.3—26.
6. Smith RC, Walter I(2003) *Global banking*, 2nd edn. Oxford University Press, New York, pp.194—203.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第5章 谁拥有银行？ 银行资本金与巴塞尔协议

近年来，由于人们普遍认为银行和其他金融机构在2007年衰退开始前所拥有的资本金水平不足以保护他们免受损失，以至于他们不得不在随之而来的衰退中承担损失，因此，银行的资本金问题已经得到了高度的关注。

资本金的本质

银行资本金占总资产的比例，在历史上一直低于其他类型的企业。资本金是一个机构的资金来源，是所有权的代表，即所有者有多少资金处于风险当中。这是衡量一个企业的重要因素，因为这是一个衡量实力的指标。资本金是对亏损的缓冲，监管机构要求银行留出一部分资金，一般情况下为每年贷款组合的1.5%至3.0%，作为“贷款损失准备”。这可以认为是资产负债表中资产侧作为贷款组合的冲销，也可以视为另一侧中资本的增加。

任何一家公司的股票都有一个面值、账面价值和市场价值。银行家，与其他商业经理一样，希望市场价值最大化，从而创造有利于在资本市场上发行新股票的条件。但对于那些对银行收购或兼并感兴趣的人来说，账面价值具有非常重要的意义。

如果市场价格低于账面价值，投资者可能会看到一个潜在的交易机会。市场可能“低估”这个股票。这就创造了杠杆收购或其他兼并和合并的有利条件（请参阅第4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

章的“垃圾债券和杠杆收购”一节)。多年来,一个收购的正常价格为账面价值的1.5—2 倍。1998 年国民银行(Nations Bank)支付账面价值 2.7 倍的价格收购船夫银行(Boatmen's Bank),当时的市场认为这是一个离谱的价格。然而,今天收购价格高达账面价值的 4 到 5 倍的情况也并不鲜见。

那些从事收购活动的人——例如:T.布恩·皮肯斯和卡尔·伊坎——认为(并购使得)股东受益,因为并购活动提升了股价使得股东从他们的股票中得到更多。即便如此,一些股东抵制这样的改变——尤其是在面临恶意收购时——因为他们不知道收购者会怎样处理目标机构。

在最后生存的机构(收购者)的账簿中,所支付的价值中超过账面价值被记为“商誉”。在银行领域,监管机构要求银行用未来利润来核销商誉。收购另一个机构的投资者的信用等级越高,这一交易的“杠杆率”就越高。因此,杠杆收购是指投资者或收购者在收购中尽可能小地使用自己的资金。

考察下面的例子,投资者通过支付三倍的账面价值收购银行。

收购银行(之前)				收购银行(之后)			
资　产	100	负　债	90	资　产	100	负　债	90
		资本金	10	商　誉	20	资本金	30
		总　计	100	总　计	120	总　计	120

很有必要指出的是,资本金要求与第 3 章所讨论的准备金要求存在区别。这些术语有时会令人困惑。实际上,两者都是保护银行应对财务困难,如银行经营或贷款组合损失的缓冲垫。存款准备金率是基于银行的存款制定,为活期存款的一定比例,由美联储制定。资本金要求是根据银行的资产——特别是其贷款组合的风险而确定。因为银行的损失必须冲销其资本,所以资产的风险越高,所需要保持的资本金就越高。一旦银行的资本金被消灭——因为损失或无论其是怎么发生的,银行就得破产关门。联邦法律要求,当银行的资本金与风险资产的比率低于 2%时,除非银行能够募集更多的资本金,否则它必须在 90 天内关闭。因此,资本金的问题事关银行生死。

资本金水平

资本金的适当水平在哪将一直是有争议的。在 20 世纪 80 年代,由于资本金水

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

平比较低的银行倒闭的比率很高，人们对资本金的水平的关注开始增长。一些大型机构的资本金水平低于总资产的2%，银行对于中央银行推动它们募集更多资金的努力非常抵触。这个问题变成了一个国际竞争问题，因为更高的资本金要求对银行意味着更高的成本。例如，美国银行认为，如果外国竞争对手被允许持有少量的资本，那么他们无法与外国银行进行全球借贷机会的竞争。

巴塞尔协议：巴塞尔 I

国际清算银行(BIS)银行——它最接近于世界中央银行，但是成为真正的世界中央银行还有漫长的道路——介入并敦促许多国家的中央银行来帮助解决这一国际争论。①国际清算银行成立了巴塞尔银行监管委员会并将这一任务委派给了它。该委员会仍然存在，并继续与各国中央银行就有关银行资本金的问题以及其他的监管事项展开工作。

在1987年，巴塞尔委员会提出了一个基于风险的、以8%(总的风险资产)作为银行的总资本金的标准目标的资本金计划，这得到了主要国家的同意。各国和中央银行之间的共同协议是，对银行资本金水平的要求应当与银行的风险敞口相适应。如前所述，这些风险主要存在于银行的贷款组合中。

1987年达成的协议被称为巴塞尔协议，后来因为被后续协定取代，因此而被称为巴塞尔协议 I。该协议最初由七国集团采纳(或也就是现在人们所知的八国集团，因为俄罗斯在上世纪90年代加入)，后来被全球100多个国家采纳。这似乎是令人满意的，并且很容易就能实现。

以下是巴塞尔协议 I 关于计算风险资产的基本结构：

- 零权重——基本上是银行的自有储备和其持有的政府债券
- 20%权重——向其他银行的贷款
- 50%的权重——市政债券和住房抵押贷款
- 100%的权重——向消费者和公司提供的贷款

---

① 国际清算银行是在第一次世界大战结束时为代表战胜国来处理赔偿金而创立。在完成这项任务之后，该行仍存在，并实际上成为世界各国中央银行的咨询机构。它位于瑞士巴塞尔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

例如，如果银行拥有上述四类资产各 100 万美元，对于第 1 类，加权风险资产为 0；第 2 类，为 20 万美元；第 3 类，为 50 万美元；第 4 类，100 万美元。因此，这家银行的风险加权资产为 170 万美元，8%的目标水平就是应用于这一数字。这意味着这家 400 万美元资产的银行的资本金要求是 13.6 万美元。

随着时间的推移，银行开始认为这个简单的系统不足以代表其真正的风险，主要是因银行贷款组合中的主要部分由向消费者和公司之类的贷款构成，而其中最有可能既包括了低风险的贷款，也可能包括了高风险的贷款。各国中央银行同意并要求 BIS 继续努力，这导致了巴塞尔 II 的诞生。

银行业的性质发生了许多变化，而金融体系的变化则比较普遍介于巴塞尔协定的采纳以及 21 世纪之交对资本金要求的再度聚焦之间。因此，我们将在讨论金融系统监管的第 6 章再次对巴塞尔协定进行讨论。

大到不能倒

自 20 世纪 80 年代末以来，几家大型银行合并的事件再次引起了对资本充足率的关注。由于格拉姆—里奇—比利雷法案废止了格拉斯—斯蒂格尔法案中对银行和非银行金融机构合并的限制规定，我们已经看到了花旗银行与旅行者保险公司合并，银行收购了投资银行贝尔斯登和美林（Merrill Lynch），摩根大通银行与美一银行（Bank One）的合并（每家银行在合并之前都收购了一些其他机构），美国银行和富利波士顿银行的合并，富国银行和美联银行，德意志银行和信孚银行等等。正如我们在第 73 页的表中可以看到，这些并购使得四个机构的总资产超过 1 万亿美元和两个机构的总资产超过 2 万亿美元。这些组合中的几个公司在最近的经济衰败中面临困境，但在任何事件中，它们都能使得监管机构、国会和公众对“大到不能倒”的问题产生关注。全世界能承受 1 个 1 万亿美元的银行帝国倒闭的代价吗？这对其他金融机构和金融市场的连锁反应可能是毁灭性的。这样的事件可能产生的后果是（1）因为市场冻结和交易意愿不足，所有金融工具的交易停止，（2）众多相互关联的机构立即破产，（3）金融机构之间的交易不能清算，以及（4）市场利率显著上升。显然，上述问题无解！

大到不能倒的教律在过去就已经得到了遵循，美联储，同样还有财政部——也就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是联邦政府自身——都以各种形式的救助介入、防止发生倒闭事件(McKinley,2011)。尽管对最近的危机的结果尚不得而知——因为一些展期的基金仍在收集中——但是公众对这种给纳税人带来沉重负担的事情记忆犹新,正如20世纪80年代末90年代初所发生的1 320亿美元的储蓄与贷款危机一样。因此,公众有理由对过往的经历以及可能噩梦再次发生的前景表达愤怒。

大到不能到所产生的问题有几个:首先,一个机构倒闭是否对所有的担保品造成损失,其次,是否可以被另一家足够健康并且足够大的机构合并——即使这个级别的兼并往往难以实现,第三,倒闭的公司是否能够被有序的拆分,从而避免对其他机构产生影响。

2008年雷曼兄弟破产让我们尝到了大机构倒闭所产生的影响的滋味。尽管它不是银行,并且以合理有序的方式解体,但无论是在美国还是在国外,其倒闭所产生的影响在整个银行系统和金融板块至今余震未消。产生这种效果的原因之一就是,当雷曼兄弟倒闭时,我们仍然处于严重的金融危机当中,它的倒闭对于其他那些当时仍然虚弱的机构到底意味着什么具有很大的不确定性。

银行业规模的不断扩大,部分解释了当前对银行资本金的高度关注。人们担心,我们作为一个社会整体允许成立机构并考验对它们的管理的极限,因为单就它们的大小而言,这已经对世界金融系统的稳定产生了非常严重的威胁。一些经济学家认为一些最大的金融机构的市场价值小于它们各个部分的总和。这与多年以来的研究所得出的银行业不存在规模经济的结论是一致的。前美联储主席保罗·沃尔克(和一些其他人)在向国会作证时说,这些机构太大而不能继续存在。

2010年7月的多德—弗兰克法案在一定程度上提到了这些问题。我们将在第9章讨论一些具体的法律条款。这一法案不仅试图处理规模问题本身以及它所带来的危险,同样也试图处理银行的一些冒险做法。这些冒险做法已经造成了巨大的损失,并最终由这些机构的储户和投资者承担。

银行绩效评价

我们如何评价银行的绩效?分析师们看的是一些关键的指标,比如净资产收益、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

资产收益率和净息差。

净息差是衡量一个银行的资产所收到的平均利率与对其负债所支付的平均利率两者之间的差额。与前些年相比，这一统计数据用得更少了，这是因为息差收入在银行的总收入中比例下降，而收费收入所占的比重则越来越大。这从某种程度反映了了银行经营从零售向批发业务的逐渐转型。

就在银行还在挣扎着从前三年的经济衰退中恢复元气时，FDIC2010 年第一季度的统计数据显示美国银行业的 ROE——也就是收入/总资本——为 4.96%。一个粗略的经验法则是，经营状况良好的银行的表现应当是 8%—10%。同时，同一季度 FDIC 统计显示，全部美国银行的资产回报率（ROA）——也就是收入/总资产——为 0.54%。同样，经营状况良好的银行的表现应当是 1%。

然而，在最近十年的前几年情况则完全不同。2006 年 5 月 20 日的《经济学人》提到："到目前为止，这个十年对于美国商业银行而言是最好的时光。从东京到莫斯科，世界各地的银行业都增长迅速。但是没有一个地方的银行业看起来比美国同行更辉煌。2005 年，美国银行业宣布连续 5 年一直创造盈利记录。它们的净资产收益率处于 60 年以来的高点。有史以来，两年中没有任何一家银行倒闭"。①

银行对即将到来的打击知之甚少。到 2007 年末，这一情况发生了急剧变化，在前五年，银行遭受了次贷危机猛烈打击——这在很大程度上是银行咎由自取。行业利润大幅削减了 50%，许多银行倒闭。

缺口分析

在正常情况下，银行的盈利能力对利率的变化非常敏感。在静态条件下——任何时点的一个快照——一家银行从其资产所赚取的回报率高于其负债和资本金所支出的成本。但是时间并不是停滞的，随着时间过去几年，几月甚至几周，不同金融工具的收益率都会发生很大的变化。

因此，银行家都必须具备快速分析资产负债表中资产和负债两边的利率结构以

① 经济学人，第 397 卷，第 83 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

及具有一定程度上可信的未来短期利率的变动方向的能力。用科学的方式来处理这一问题就是所谓的"缺口分析"。

哥伦比亚大学的弗里德里克·米希金使用下面的例子来说明这个概念。总资产和总负债分为两类——利率敏感类和固定利率类。利率敏感资产将在分析的时间,比方说六个月内得到回报。同样,利率敏感负债是指那些在同一时间内必须支付的负债(Mishkin, 2010)。考虑下面的例子。

第一国民银行			
资产		负债	
利率敏感资产	2 000 万美元	利率敏感负债	5 000 万美元
可变利率贷款		可变利率 CDs	
短期证券		MMDAs	
固定利率资产	8 000 万美元	固定利率负债	5 000 万美元
准备金		活期存款	
长期债券		储蓄存款	
长期证券		资本金	

让我们进一步假设,银行管理层预计在未来六个月内利率将上升5%。该缺口的计算如下:(利率敏感性资产减利率敏感性负债),在这个例子中(2 000 万美元—5 000 万美元)=—3 000 万美元。应用预期的利率上升,这一缺口是(0.05×(—3 000 万美元))=—150 万美元。这就告诉我们,如果关于利率的假设是正确的,如果资产负债表没有发生变化,银行的利润将下降 150 万美元。

这一分析的逻辑是,当银行在其利率敏感资产上将获得较高的回报率时,但是利率增加仅适用于相对较小的数额。另一方面,银行将在更大基数的利率敏感负债上支付更高的利率,这意味着,两者相抵,银行的盈利能力出现下降。如果假设利率将下降5%,则会出现不同的结果。银行将从资产上获得更少的收入,但是对更大金额的负债的支出降低,从而使其利润增加。

这种分析的方便性是,银行可以选择做任何时间范围内的分析,它可以在一个信封的背面或由高速超级计算机完成。关键是正确地假设利率的方向。管理层可以据此计划调整银行的资产负债表以保持盈利。在上面的例子中,银行可以变卖一些固定利率资产并将其转换为利率敏感资产,从而使其缺口为正。类似的调整也有可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

在负债方作出，但在任何情况下，目标都是在进入利率上升的时期，追求正的缺口而不是负的缺口。

参考文献

1. Bair S(2013) *Bull by the Horns*. The Free Press, New York, p.100.
2. McKinley V(2011) *Financing failure: a century of bailouts*. The Independent Institute, Oakland.
3. Mishkin FS (2010) *The economics of money, banking and financial markets*, 9th edn. AddisonWesley, Boston, pp.245—246.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 6 章

我们的银行安全性如何？关于金融系统的监督和管制

谁是监管者？在美国，监管者就是：

—联邦储备系统——中央银行

—财政部——金融局(OCC)

—美国联邦存款保险公司(FDIC)

—证券交易委员会(SEC)

—国家信贷管理局(NCUA)

—50 个州银行监管者

—和其他！(例如，美国商品期货交易委员会，美国财务会计准则委员会)

快速浏览上述清单可以得出一个结论，这些监管机构肯定有责任重叠的地方——情况确实如此。职能重叠不仅存在于联邦机构之间，而且同样存在于联邦机构和州机构之间。尽管多年来人们已经提出了将这些机构综合起来或合并成一个单一的机构的许多建议，但国会却选择不这么做。不这样做的主要原因是人们普遍认为上述体系运行相对良好，一句古老的谚语“如果没坏就不要修”用在这里似乎再恰当不过了。当然，各机构之间也有相当程度的合作和协调，但是近年来随着金融体系的全球化和复杂化，协调程度大大提高。

我的学生经常问的一个问题是：“为什么银行监督和管制如此受关注？”银行体系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的本质是什么，是什么让其如此"特殊"或不同于其他企业？我们已经了解到经济非常依赖银行系统来支撑它的支付网络，通过这一网络，数十亿美元的交易才可以有效地运转。我们将在第 11 章和第 12 章进一步拓展这一概念，正如我们所看到的，中央银行非常依赖一个商业银行体系来传导它的货币政策以及实现它的总体经济目标。

虽然监督和管制通常被放在一起考虑，但是两者之间有一个非常微妙的区别。在不同国家中，两者的相对重要性不同。监督通常意味着自上而下的监控、指导和咨询等。管制则意味着它所说的规章都是书面的；这些规章希望得到银行的遵守；银行经常被检查是否确实遵守了这些规章；如果银行没有遵守这些规章则会受到处罚。美联储的条例从 A 编到 Z 和 AA 到 GG。其他监管机构也有类似的长长的规章列表。

通常，国会通过一项法律后，将委托美联储——或 FDIC、美国证券交易委员会或其他一些机构承担制定规章的责任；寻求公众对规章的意见，这是法律所要求的、任何新的监管措施实施之前必须完成的过程；发布最终版本；最后，执行这些规章制度，在必要的时候，可以行使处罚权。这是必要的程序，比方说 2010 年 7 月的多德—弗兰克法案，仍然在完成上述步骤的过程中。通常情况下，国会只是非常宽泛地说说，这使得被指派的监管机构在实施法律时在细节方面留有相当大的余地。

为了对此有所了解，我们看一下近年来所通过的影响金融业的重要联邦立法。弗里德里克·米希金列出了 15 个大部分人认为对银行很重要的法案（Mishkin，2010）。我们可以将这份清单缩小到六个对美国金融体系非常重要的法案，它们引导着美国的金融体系发展到今天的模样：

1. 1913 年初，联邦储备法（格拉斯—欧文法案）获得通过，该法案确立了美国的中央银行。虽然它已被修正过很多次，但是今天书本上的法律基本上与 1913 年通过的是相同的。我们将在第 11 章进一步讨论该法案。

2. 1933 年格拉斯—斯蒂格尔法案——又名 1933 年银行法案——将银行业从其他金融活动，如经纪、投行和保险等分离开来。它还建立了美国联邦存款保险公司。

3. 1980 年的货币控制法案将所有的存款金融机构置于美联储的控制之下，使其接受联储的管制，并要求他们根据条例 D 向美联储维持准备金。在该法案之前，美联储的规则只适用于美联储体系之内的成员，即所有的国民银行和那些选择成为成员的州立银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

4. 1994年的里格尔—尼尔法案批准银行可以跨州设立分行。

5. 1999年的格雷姆—里奇—比利雷法案废除了格拉斯—斯蒂格尔法案中对银行从事狭义的银行业务(也就是吸收存款,发放贷款)之外的金融活动的禁令。

6. 2010年的多德—弗兰克法案,又名华尔街改革和消费者保护法案,规定了联邦银行监管体制的全面改革和更新。这将在第9章进一步讨论。

与美国监管机构对银行的监督和管制做法相比,其他国家有所不同,这反映了关于银行系统在这些国家所扮演的角色的不同理念。例如,英国人在历史上使用过被称为"轻触"的监管制度,即监管部门倾向于监督甚于管制。德国,则是另一个极端,往往是更多的管制而不是监督。相比之下,日本的体制在历史上实际上就是一种撒手不管的模式。

我们的体系有点像上面几种体系的混合体,但是,它和其他大多数体系一样,都在改变。最近的金融危机把人们的注意力集中到了监督和管制的过程上,其他国家的政府和中央银行都在努力填补漏洞和修复他们松散的系统,在最近的金融危机中,他们饱受其害。

在1987至2006年期间领导美联储的艾伦·格林斯潘主席负责对银行的监督,并更多地依赖他所强调的"市场纪律"。格林斯潘先生有一个坚定的反监管意识形态,这反映在他热爱安·兰德的哲学思想这一点上。安·兰德是《阿特拉斯耸耸肩》和其他几本书的作者,格林斯潘早年是她的私人朋友。他像她一样相信,市场的力量能够成就监管者通过施加约束所不能成就的事情,但是他也承认,他的这一假设被证明并不完全正确。因此,他因在2007年前的住房市场崩溃时未能立即采取行动而受到了批评,当时美联储可能通过行使其管制权力,减缓随后经济衰退所造成的打击(Greenspan, 2007)。

金融市场全球化程度的提高使得对银行的监督和管制过程也变得更为复杂。银行的经营范围变得全球化,这对于处理跨国客户的金融需求是必须的,问题在于谁来担负起监督网点遍布全球的银行的责任。1995年国际商业信贷银行(BCCI)丑闻是最早使得这一问题引起世界各地的监管者注意的事件之一。BCCI是一家总部设在卢森堡,在许多欧洲国家和美国开展业务的银行。它卷入了一些非法活动,支持贩毒和武器贩运。卢森堡的监管体系较为宽松,而在其他国家,如美国,这一点几乎被忽视,因为他们不知道发生了什么,而且这也不是他们第一位的责任。随着这项活动被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

发现，一些人被逮捕，欧洲和美国的中央银行家们之间的尴尬是显而易见的。这一剧情以一个自杜鲁门总统以来，担任每一任民主党总统的总统顾问克拉克·克利夫德杰出的职业生涯的结束而告终。克拉克时任 BCCI 美国银行的主席，但他宣称对这一拖垮 BCCI 的行动不知情。在上世纪 90 年代他被证明合谋，但没有服刑。第 9 章“金融危机年表”中对这一事件有进一步的讨论。

BCCI 丑闻是促成监管者意识到中央银行之间需要更多更紧密协调的一系列事件之一。这使得他们意识到，任何国家的监管者需要获得银行在其国土上活动的信息。这一情况导致中央银行在管制方法上具有了更大的一致性。再次，BIS 通过其银行监管委员会协助制订了新的程序。虽然银行监督和管制的责任和权力仍然属于各国政府或各中央银行，但是金融危机往往是全球范围的。因此，根据这些新的协议，美国银行监管机构，可以了解美国银行在任何其他国家的分支机构，以及外国银行在美国的分支机构的经营活动。其他国家的中央银行的监管同样如此。我们确实从 BCCI 丑闻中学到了不少。

美国银行监管的传统做法一直是试图回答这个问题：“我们的银行系统安全健康吗？”在过去，答案很大程度上是基于现场检查。考官试图回答的主要问题如下：

—在一般情况下，财务报表是否反映了银行的财务状况？

—银行的资产到位并且得到了正确的估值吗——也就是，按照市价或者按公允价值估值？

—承销的程序健全吗——即充分的尽职调查，公允的评估，等等？

—是否有内幕交易？

—是否按照消费者保护法律管理信用——也就是，在信贷资源配置上除了信用没有其他的诸如种族、性别的标准——没有歧视？

—银行的资金来源稳定充裕，足以维持其资产结构吗？

—是否有足够的流动性？

—资产与负债之间有严重的错配，比如说，存在储蓄贷款协会(S&L)那样的情况？

—是否有充足的贷款储备或建立起了坏账准备？

—银行的盈利是否充足并且有着合理的规划，即进行了缺口分析？

—银行筹集新的资金有多困难？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—是否有可能资不抵债？

—应向银行提出什么建议，即将审查视为咨询？

—有否有必要准备一份谅解备忘录(MOU)或者，在极端情况下，一份中止营业令？(谅解备忘录是主检查官与银行 CEO 所达成的、银行必须在特定时段内采取特定行动的书面协议。中止营业令是具有法律效力的协议，如银行未能遵守其命令将据其对银行施加特定惩罚。)

骆驼(CAMELS)评级

作为检查的结论，银行通常被给予一个 CAMELS 评级。评级基于银行的六个属性：资本、资产、管理、收益、流动性以及对市场风险的敏感性。对于每一个属性，得分 1 分为最高，5 分为最低。检查人员在评分时有章可循，且对前 5 大属性都有一系列的指标判断。一家银行如果多年的综合评级在 4 或 5，那么这家银行就是一个“麻烦的机构”，需要提供咨询以改善其条件，或可能是进行一场合并。评级为 5 的银行几乎都是行将倒闭的银行。评级为 1—3 的银行被认为属于状况良好。

检查者可能会推荐一些行动建议——例如，处理掉一些问题资产或者募集更多的资金。管理层一直被归属于主观和有争议的类别。监管者可以建议改变管理层，并且在极端的情况下——也就是，由于管理层的不称职或欺诈而导致银行倒闭迫在眉睫时——可以撤换管理层。

最后一个属性 S，对市场风险的敏感性，是由监管者在 1996 年达成协议加入的。很显然，在上个世纪 90 年代，银行在其他 5 个属性的评分很好的情况下，仍然处于银行管理层未曾意识到的风险当中。增加 S 反映了监管者对银行日益增长的规模以及他们所使用的市场敏感型产品，以及其他具有高度风险的活动的关注。这些高度风险的活动包括：(1)在衍生产品交易中充当对手方，银行为了收费收入而承担了对方的风险；(2)在没有足够信息的情况下交易 OTC 衍生产品(参见第 9 章中的巴林银行危机)；(3)越来越多的高度杠杆化的个人和实体利用银行融资，如长期资本管理公司和其他的对冲基金，或者是银行直接投资于这些实体(参见第 9 章中的长期资本管理公司危机)；(4)银行业日益增长的全球化及跨国经济调整的脆弱性，如 1997 年的亚洲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

经济危机(见第 9 章);(5)金融交易以及交易日内调整仓位和利差的速度增加的需求。

此外,因为银行在最近金融危机中的一些做法,比如,良好的承销程序的短路,过度利用证券化而放弃了对借款人的资信进行仔细审核的责任,将注定要违约的贷款销售给不明就里的投资者而不在乎这些投资者最终将承担银行所做出的有瑕疵的分析的后果等,监管者已经强化了对银行风险敞口的关注。

所有这些事态的发展都有助于提高监管机构对风险指标敏感性的强调。联邦储备系统对这一监督和管制方向的改变做出如下解释:

随着大型银行组织的规模和复杂程度的提高,美联储已经转向采用一个以风险为中心的监管方式,这是一个连续的过程,而不是一个时点检查的问题。以风险为中心的监管过程就是辨别对一个银行组织所面临的那些最大风险,评估该组织的管理层确定、测量、监测和控制这些风险的能力。在以风险为中心的原则下,美联储的检查人员重点关注那些可能导致该银行组织面临最大风险的那些业务活动。

在一些敏感的评估问题上,大银行和小银行,本地银行和全球性的大银行所采用的方式大相径庭。过去五年的趋势是更加强调 S 问题,对大银行尤其如此。这并不意味着在监管者之间就如何衡量风险敏感性或该机构的风险达成了一致。因此,重点已经从传统的数豆子式的检查转变为一种重点关注风险和银行评估、管理自己的风险的能力的方式。

因此,监管机构面临的选择,尤其是对那些大型的,所谓"大到不能倒"的机构时的选择是:(1)如果他们变得过度风险,那就让其倒闭——也就是,摆脱他们——或者(2)限制他们的活动,限制他们的增长和/或限制他们承担过度风险的能力,也就是说,学会忍受他们。第一选择会引发大到不能倒的问题,其中一些银行足够大,他们的倒闭可能导致整个金融系统崩溃的系统性风险。第二个选择将使银行不能创新,或不能利用技术的发展,使他们不能服务市场的需求。因此,两种选择都是不可取的。

巴塞尔 II

在最近的金融危机之前,为了应对对风险日益增长的关注,一种新的银行监管方法已经形成。这一努力,仍旧由 BIS 领导,并在 2004 年形成了巴塞尔 II。正如我们前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

面所提到的，开始这一工作是因为原来的巴塞尔协议（巴塞尔 I）已经经历了 20 年，已经不足以衡量银行的风险。不幸的是，巴塞尔 II 晚出来了 5 年，因为如果它在上个世纪最后十年中到位的话，最近这轮危机或可以避免，或者至少它的影响没那么巨大。巴塞尔 II 在有些国家已经实施，但是由于在如何衡量和管理风险等方面存在分歧，在美国的实施远远落后了。

巴塞尔 II，如同巴塞尔 I 一样，应该是领先金融国家的监管者之间的一个协议，暗示它依赖于各自国家的法律而实施。这一监管方式的独特之处是，它将依赖银行自身来确定其风险敞口，量化它们并据此分配相应的资本。银行的决策将受到监管者的评估，其预期的效果就是对一些大型银行的资本金要求将降低。

但是，金融危机的爆发干扰了巴塞尔协议 II 的实施，尤其是美国。而且，鉴于危机的性质以及它所形成的方式，一些人——包括国会议员——质疑允许银行评估自己的风险是否恰当。这里的想法是，在即将面临严重的贷款损失时银行自身的不作为，以及他们向不符合信用借款条件的借款人发放贷款中所表现出来的贪婪，使得他们准确评估并报告他们的信用风险的诚信和能力受到怀疑。因此，可以说公平地说，在美国实施巴塞尔协议 II 受到了政治上的牵制。

巴塞尔 III 和后续方案

巴塞尔银行监管委员会以及大多数主要国家的监管机构都意识到巴塞尔协议 II 碰到了麻烦，特别是在美国，甚至不可能会完全实施。全球金融危机改变了规则，并且使得银行监管的整个问题成为更紧迫的事情。因此，起草巴塞尔协议 III 的工作立即开始了。2010 年 10 月就已经提供了建议草案供 20 国集团在 2010 年 11 月份的会议审议。

巴塞尔委员会阐述了巴塞尔协议 III 的目标：无论来源是什么，提高银行业吸收来自金融和经济压力的冲击的能力，改善风险管理和治理结构以及强化银行的透明度和信息披露。

委员会的改革目标是，第一，建立银行层面的，或“微观审慎”的监管机制，这将有助于提高单个银行机构在受压时期的弹性。其次，它计划制定处理整个金融体系范围的，或“宏观审慎”的——风险的监管机制，这类风险可以在整个银行体系累积，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

且会随着时间的推移，风险会被顺周期的放大，这会导致银行体系波动和不稳定性的增加。[①]因此，巴塞尔委员会在巴塞尔协议 III 采用了不同的方式，同时关注银行个体和金融体系的风险。他们进一步指出，巴塞尔协议 III 代表了对全球资本金标准的一个基础性的加强和彻底翻修。

为实现这些目标，巴塞尔协议 III 的规范是要求银行必须持有风险资产 7%的“普通股权益”。普通股权益就是发行在外的普通股的价值。巴塞尔协议 III 将这 7%分解为两个部分——4.5%的基础普通权益和 2.5%的保护性缓冲。保护性缓冲是指一定数量的作为未来金融危机发生时不可恢复的成本的权益。也就是说，金融行业自己而不是纳税人必须为未来的金融危机付出成本。[②]

除了普通股权益之外，巴塞尔协议 III 还要求一个总计占风险资产 8.5%的“一级资本”。“一级资本”是指普通股权益加上银行的留存收益。

最后，总资本要求为风险资产的 10.5%。它是一级资本加上优先股以及存续期在 5 年以上的长期债务。总资本也可以包括或有可转换债（contingent convertible bonds），即一种普通股价跌到某一水平即可自动转换为股票的债券。因此，从这些规范明细可以看到，如果银行没有留存收益、优先股或任何满足作为资本计算要求的债务，那么银行就必须满足普通股权益达到风险资产 10.5%的要求。这相对于早些年在巴塞尔协议 II 之下的 8%而言，增加幅度很大。

确定风险资产的权重体系比巴塞尔协议 I 中那个简单的体系更详细和复杂。在巴塞尔协议 III 之下，银行被要求使用外部评级机构来将资产分类，从信用等级最高到最低，如以下，从风险最低到风险最高：主权实体贷款，银行和证券公司贷款，公司贷款，居民住宅贷款，商业不动产贷款——向下覆盖包括逾期贷款。根据近年来的经验立即可以看出，住宅抵押贷款的评级相对于旧系统中的评级已经大大降低。

巴塞尔 III 体系中，最没有风险的资产到最大风险的资产的权重可以从 0 到变动到高达 150%。这就极大地提升了银行发放可能违约的贷款的阻力。

---

① 这一术语中的“审慎”是指特别小心和/或注意。

② 多德—弗兰克法案规定美国的银行系统也有提供这种缓冲。实际上，巴塞尔委员会是要求其他国家也采取同样的措施。巴塞尔协议 III 的制定与多德—弗兰克法案 2010 年夏天在国会的辩论是同时进行的。因此，两者之间存在相互影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

预计主要国家，也就是 G20 和其他国家将采用巴塞尔协议 III 的规定，在写作本书时，这一进程尚未完成。美国银行在 2013 年已经采纳了一些条款，但是参与巴塞尔协议 III 的全部国家直到 2019 年 1 月 1 日才能完成这项任务。

巴塞尔协议 III 在很多方面仍然存在争论。银行业继续抵制增加资本，因为他们声称这将提高他们的成本，使其发放贷款获取利润变得更难。然而，监管机构——显然是国会——坚定地说，必须增加资本，因为造成最近严重低迷的因素之一很显然就是缺乏足够的资本缓冲。希拉·贝尔，FDIC 最近退休的主席，主张对任何没有按照多德—弗兰克法案要求制定"生前遗嘱"的银行在巴塞尔协议 III 的最高要求之上再加上 1%的资本金要求。"生前遗嘱"是所有大型银行必须制定的一个计划，该计划将概述在危机到来时怎样解体才能减少对外人的损害。

其他人提出了比巴塞尔协议 III 高得多的要求，一些建议甚至提出了高达 17.5%的风险资产的资本金要求。虽然这样的建议不太可能被采纳，鉴于银行业在最近的危机中给国家带来的痛苦，无论采用哪种方案都应当是惩罚性的——就像 1933 年的格拉斯—斯蒂格尔法案一样。

例如，在美国，在银行业和监管机构中间对于是否完全照搬实施巴塞尔协议 III，或将其中一些条款修改以更适合美国银行的现状有着许多的讨论。2013 年 7 月，美国联邦储备委员会，美国货币监理署，FDIC 宣布了一个对特定银行而言，实际上比巴塞尔协议 III 更进一步的替代方案。该方案要求最大的八家银行控股公司所持有的普通股和留存收益至少占总资产而不仅仅是巴塞尔协议 III 将要求的风险资产的 5%。这被定义为"杠杆率"。此外，美国拟议的规则将要求这些控股公司的银行子公司的类似杠杆比率为总资产 6%。显然，美国拟议的规则是为了阻止银行变得足够大而不得不满足这些要求。很明显，最大的机构受到了关注，而较小的银行，比方说那些总资产低于 500 亿欧元的银行，有可能被允许依然适用巴塞尔协议 I 的规则。

当银行倒闭时

当一家银行资本破产的时候，即负债超过资产，它必须被关闭。银行可能碰到流动性问题，即并非资不抵债但不能履行当前的义务。如今，在美国，主要因为存款保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

险和央行具有通过贴现窗口提供流动性的能力，银行很少有因为流动性问题而关闭。在大萧条时期，情况并非如此，流动性问题可能导致银行挤兑，最终导致资本破产。

通常由中央银行或其他监管机构宣布一家银行的破产。关闭的执行由授权机构执行，该机构取消银行的执照并委派 FDIC 作为接收人。接收人尽可能地归集资产并偿付债务。

FDIC 试图避免当场清算，如果当场清算，它就必须向所有存款者支付 25 万美金或以下的金额，接受所有的资产，并试图收集这些资产或把它们出售给其他机构。这通常是 FDIC 分解银行的最昂贵方式，并且可能要求 FDIC 接管并临时运营银行。这种临时安排被称为“过桥银行”(Bair，2013)。在最近加利福尼亚 IndyMac 银行案例中，FDIC 接管了该银行，并将其改名为 IndyMac 联邦银行以与其前身相区别。

清算之外的另一个选择是购买并承担(purchase and assumption，P&A)方式。在 P&A 方式中，FDIC 和美联储一起寻找一个并购伙伴——一家愿意收购所有资产并承担所有债务的银行。因此，为了使得收购行达成交易，FDIC 通常会以贷款的形式向收购行注入资金，而收购行则在几年之内偿还这笔贷款。在这种方式下，FDIC 并没有任何损失，储户不论存款多寡也不会有任何损失。

在最近几年，P&A 方式一次又一次地发挥作用，但是倒闭机构的管理层通常被扫地出门，而普通股股东则经常血本无归。

参考文献

1. Mishkin FS (2010) *The economics of money, banking and financial markets*, 9th edn. AddisonWesley, Boston, pp.270—271.
2. Greenspan A(2007) *The age of turbulence: adventures in a new world*. The Penguin Press, New York. Chaps.10 and 11.
3. Board of Governors of the Federal Reserve System(2005) Purposes and functions of the Federal Reserve System, 9th edn. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, p.63.
4. Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, Basel III(2010). International framework for liquidity risk measurement, Basel, Dec 2010.
5. Bair S(2013) *Bull by the Horns*. The Free Press, New York, p.110.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



第三部分

金融市场和金融风险管理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第7章
系统如何运作？ 市场的纪律

当我们把焦点从银行扩展到所有类型的金融机构和金融市场时，我们应当考察金融机构在市场中扮演的角色以及它们之间的相互依赖性。我们还将考察市场条件变化对机构的影响。最后，我们将探讨金融风险是被如何管理——或者在某些情况下，被管理不善的。

资本市场的演变

银行系统依赖于一个有效的市场体系来处理它的业务，而市场依赖于银行系统的资金来源、流动性，以及需要银行连接储户和投资者，即发挥中介作用。用在金融新闻中的术语“市场”和“交易所”几乎可以互换，但在现实中，它们的所指完全不同。市场既可以是也可以不是一个物理位置。它们是买卖双方据以碰面进行交易的实体。市场既可以交易服务也可以交易货物——既包括商品，也包括金融工具。交易所是交易发生的地方。如果我要买一只债券，我的交易会通过某个地方的债券市场完成，但是我的经纪商将决定使用哪个交易所来进入债券市场，或者在OTC市场完成我的交易。我的经纪商应当具有相关交易所的会员资格。

我们通常将权益证券市场称为“股票市场”，将债务工具市场称为“债券市场”。而“资本市场”则包括了债券市场和股票市场。“货币市场”则有更明确的含义，它是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

指期限为一年或以内的债务工具的市场——如国库券、短期存款凭证(CDs)、回购协议、联邦基金、商业票据以及任何其他这样的短期金融工具。“外汇市场”通常被简称为“forex”,是进行货币兑换的市场。

在经济政策讨论中和金融媒体上,你经常听到或看到“货币和资本市场”或“货币和信用市场”。这些指一般意义上的所有金融市场。我们也看到“市场情绪”,或者对某一事件“市场反应积极或消极”,或者说“市场高兴还是不高兴”。这样的言论表明,市场上有类似于人的品质。市场分析师倾向于以这种方式思考市场,即,无论市场对商品或金融工具给出的价格是什么,都应该受到尊重,因为它代表了各方交易员的集体智慧。

正如我们所看到的,债券市场在经济中尤其重要,因为它是决定利率的市场。对央行而言,债券市场是最重要的市场。在经济危机中和转折点关于股票市场的所有大肆宣传都是没有根据的,从长期来看,尤其如此。

资本市场对经济的重要性

企业和政府依靠资本市场筹集长期资金——无论是通过债券市场发行债券,或是通过股票市场发行股票。当然,各国政府不发行股票,仅依赖债券市场,而企业确实既可以利用债券市场也可以利用股票市场。企业和政府同样依赖货币市场满足其短期融资需求,例如营运资金——政府通过发行短期票据而企业通过发行商业票据。因此,很显然,资本市场在经济中发挥着关键作用。

重要的是,我们要记住资本市场和出于融资目的的使用银行贷款的区别。主要区别在于,以发行公司的资产或政府主权担保的形式在资本市场上发行的工具具有安全性,而这反过来又是由所有此类证券的次级市场所支撑。而银行贷款可以是抵押贷款,也可以是无抵押贷款,这取决于银行的贷款政策。

在对股票和债券的最初发行进行定价时,投资银行承销过程对于这些证券在二级市场上的成功至关重要。当投资者在二级市场上买卖这些证券时,它们的价格和收益率将持续反映发行实体的信用状况。同样的结论是,贷款的承销决定了贷款的质量。最近的住房抵押贷款市场显然承担了银行在发放住房抵押贷款时承销程序松

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

散不严的苦果。承销程序对于近些年形成的银行贷款二级市场更为重要。当银行将那些它所发起的贷款出售给第三方投资者时,人们对银行自身需要保留多少权益以示风险共担仍然存在争议。

如果没有风险共担的份额显著大于零的要求的话,银行就没有动力去关心他们的借款人的资信状况,从而导致不明智的贷款决策。

除了用于筹资目的,资本市场和货币市场功能的另一面就是投资者用以投放资金产生收入的载体。投资者的范围包括个人投资者和大型机构,既包括银行也包括非银行机构,投资工具既包括作为长期投资品种的债券和股票,也包括短期的货币市场账户、储蓄账户和商业票据。除了在二级市场进行当即买卖,通过回购协议和逆回购协议,短期拥有资金进行投资的实体可以临时买入证券,而债务工具的持有者可以临时出售证券而借入短期资金(Meulendyke, 1998)。这些被称为回购和逆回购的工具在第 3 章得到了讨论。

美联储在执行货币政策时同样依赖于一个有效的资本市场体系。当其试图放松或收紧整体货币和信贷条件时,美联储在资本市场上购买或出售证券的活动将提高或降低货币供应量,从而缓解或收紧整个经济的信贷条件。这个过程就是公开市场操作,我们将在第 12 章对其展开详细讨论。美联储纽约公开市场前操作人员安玛丽 · 亚缪兰德克指出:"如果金融工具不存在活跃的市场,美联储无法将公开市场操作作为一个主要政策工具,另一个非常不同的、低效率的货币政策工具就会出现。"(同上)

衍生品市场

不同于为企业和政府提供资金的资本市场和货币市场,衍生品市场服务于一个不同但是相关的目的。衍生品市场可以用于对冲风险,以及通过承担风险取得收费。对于金融衍生产品,所涉及的风险是未来金融工具价格和这些工具的收益率的变动。

衍生产品市场通过柜台市场或交易所对衍生合约,如远期、期货、期权、互换和信用违约掉期等进行交易。这些金融工具的形式是合约,合约的价值源于其基础金融工具——例如,债券、票据、股票和货币。在本章,我们将专注于 20 世纪 70 年代才出现的"金融衍生产品"。商品,特别是农产品的衍生产品合同出现得更早,因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

农民早已用其对冲价格意外下降所造成的损失。认为衍生品合约交易就是对金融工具未来价值进行押注的想法是恰当的。事实上,新闻界往往将衍生品市场视为赌场。

因为对衍生品的使用和滥用,在最近的金融危机中,一些个人和机构蒙受了严重的损失,因此人们对衍生工具市场有一些负面评论。有些批评是有根据的,有些是没有根据的。直到最近,衍生品市场基本上不受监管,这与之前提到的资本市场形成了鲜明对比。许多个人和机构从事衍生品交易而不了解他们所交易的合同的性质。巴林银行危机是一个很好的例子,对金融界参与衍生品交易也是一个风险警示。①最近颁布的多德—弗兰克法案未来将对衍生工具行业实行更广泛的监管。使用衍生合同作为风险控制措施并没有受到质疑。在这方面,它们被证明非常有用。但是,在市场上对它们的价值的进行投机产生了争议,并导致了重大损失。这一市场也许比其他市场更清楚地说明,记住任何被交易的对象都受到投机的影响是多么的重要。

市场与交易所

多年来,这些市场在本质上基本是国内市场。今天它们成为全球市场。资金的借款人和贷款人以及金融资产的买家和卖家现在有很多选择:客户没有被锁定在本地银行;基于互联网和其他电子设备的银行系统使得客户在任何地方都可以获得银行服务;一般来讲,经纪商和交易商在全部市场经营并能进入许多交易所。这意味着一个人可以去同一个经纪人购买或出售股票、期权、期货、外汇、债券等。

各种证券和金融工具都在这些市场上买进卖出,要么是通过柜台市场,要么是通过交易所。如果我在大街上遇见你,我看到你的口袋里有一张 100 股 XYZ 公司的证书,我对你说,我会给你 1 000 美元买这张股票证书,你说,好吧,我们刚刚完成了一次“场外”交易——OTC 交易。场外交易可以是非正式的,也可以通过经纪人以同样的方式与其他经纪人进行交易。

另一方面,通过交易所交易是一个更为正式的过程,这个过程记录了所有交易的

① 关于巴林银行的案例的细节参见第 9 章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

细节——价格,数量,日期等。当前的一个争议集中在这一区别之上。监管机构声称,他们需要通过交易所产生的信息监测市场,如果他们觉察到市场运转存在危险,就可能限制某些交易。例如,多德—弗兰克的监管规定之一就是强制通过交易所进行衍生品交易,这样才能通过获得更好的信息,进行更好的控制。监管机构,如证券交易委员会,普遍认为如果拥有这些信息,就可以防止这个市场上最近所发生的危机。

交易所就是在不同市场进行交易的机构,也可认为是交易发生的地方,无论是物理地方还是网络。例如,纽约证券交易所①是一家运营众多市场、股票、债券和其他证券交易的交易所,处在纽约市的一个特定地理位置,交易大厅设在华尔街和宽街。而纳斯达克(NASDAQ)交易所②除了在纽约时代广场有一个行政办公室之外,没有其他的物理场所或交易大厅,它只运营一个电子网络。所有的交易都是在这个网络上以电子的方式完成。芝加哥交易所(CBT)和芝加哥商品交易所(CME)是专注于某一特定工具的美国交易所的例子。这两家交易所在金融衍生产品交易中占主导地位,这得益于它们早期在大宗商品交易中的领先地位,也与芝加哥处在农业带的中心位置密切相关。

主要的交易所有哪些?

—纽约:纽约交所,纳斯达克,美国证券交易所(AMEX)

—芝加哥:芝加哥交易所,芝加哥商品交易所

—伦敦:伦敦证券交易所(LSE)

—法兰克福:德意志交易所

—泛欧交易所:(由巴黎,阿姆斯特丹,布鲁塞尔,和里斯本证券交易所合并)现纽约交易所合并

—同样,泛欧交易所,在 2008 年,拥有了美国证券交易所

—欧洲期货交易所:德国——瑞士期货交易所——寻求在美国开展业务,与芝加哥交易所竞争

---

① 现在是 NYSE-Euronext, Inc.的一个单元。

② 纳斯达克(NASDAQ)表示全国证券交易商协会自动报价系统,它开始只是全美证券交易商协会监测股票场外交易价格数据的数据库,专注于技术问题。它很快就意识到,电子网络上的信息提供了一个市场进行交易的所有功能。因此,在股票交易量方面,它已成为世界上第二大证券交易所,已经从一个交易系统发展到了一个包括各种市场的综合性交易所。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—东京、香港、上海等。

2011年12月30日主要交易所的总市值——即所有上市股票的总市值——(按美元或等价于美元)①:

—纽约泛欧交易所:14.2万亿美元,同时也是美国交易量最大的交易所,占总交易量的24.8%

—纳斯达克-OMX:4.7万亿美元,交易量第二,21.1%

—东京:3.3万亿美元

—伦敦交易所(LSE):3.3万亿美元

—香港,上海:各2.3万亿美元

—多伦多:1.9万亿美元

—悉尼:(澳大利亚证券交易所)1.2万亿美元

—巴西(Bovespa):1.2万亿美元

—法兰克福:1.2万亿美元

—孟买和印度NSE:各1万亿美元

除了上面列出来的这些交易所,还有新的交易所成立,如堪萨斯市的BAT全球市场,现在在美国排在第3位,交易量占比12.1%,以及新泽西的Direct Edge控股,交易量占比为9.3%。②

美国和欧洲之间的市场竞争

上述名单清楚地表明,世界各地的证券交易所之间也存在相当多的合并活动,并且并购的热情依然高涨。这些合并的一个主要催化剂就是12个欧洲国家在1999年建立了欧元区——现已扩展到了19个国家(见下一页的表格)。一种通用货币的存在,大大简化了欧洲的证券交易,还有其他各种交易以及欧元区和世界其他地区之间的交易。一个统一的欧洲证券交易所系统将更适应以欧元计价的股票和债券的大型

① 值得注意的是,在上一年本表的同一日,由于全球衰退,世界最大的12大证券交易所市值损失5.6万亿美元,或总市值的13.3%。

② "Taking Stock," The Wall Street Journal, 12 July 2012, p C-1.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

融资需求。自二战以来，这些需求严重依赖欧洲美元市场，因为它是唯一能够处理单一货币，即美元的跨国融资需求的大型市场，这种需求超出了个别国家的能力。

2013 年 7 月 1 日欧盟和欧洲货币联盟(欧元区)[a] 的成员名单

欧　　盟	欧洲货币联盟(欧元区)
最初 15 国	最初 12 国
奥地利	奥地利
比利时	比利时
丹麦	
芬兰	芬兰
法国	法国
德国	德国
希腊	希腊
爱尔兰	爱尔兰
意大利	意大利
卢森堡	卢森堡
荷兰	荷兰
葡萄牙	葡萄牙
西班牙	西班牙
瑞典	
英国	
在最初 15 国之后加入:	在最初 12 国之后加入:
保加利亚	
克罗地亚	克罗地亚
塞浦路斯	塞浦路斯
捷克共和国	
匈牙利	
马耳他	马耳他
波兰	
罗马尼亚	
斯洛伐克	斯洛伐克
斯洛文尼亚	斯洛文尼亚
爱沙尼亚	爱沙尼亚
立陶宛	
拉脱维亚	拉脱维亚
总计:28	总计:19

a 挪威和瑞士是选择不加入欧盟或欧元区的两个主要欧洲国家。几个候选国家仍在考虑中。欧盟曾表示，没来没有一个国家在不加入欧元区的情况下加入欧盟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易所之间的竞争是激烈的。例如，伦敦（LSE）和法兰克福（Deutsche Borse）争相成为欧盟最大的交易所。虽然纳斯达克收购伦敦证交所31%的股权，伦敦证交所，现在认为存在这种区别，拒绝与德意志交易所以及其他交易所并购。同时，法兰克福认为自己是欧洲大陆的金融中心，是欧洲中央银行（欧洲央行）的总部。①

纽约泛欧交易所与德意志交易所的合并是2011年提出的一个重要结合。这一前景引起了大西洋两岸的争议，由于美国和德国的监管机构发出了反对创造一个可以控制该行业的交易所的信号，这一计划最终被放弃。但是，看上去反对交易所合并的压力可能会持续，因为这一领域的合并所产生的协同效应几乎可以忽略不计。

运作模式和高频交易

运作模式的差异是一些交易所之间合并的拦路虎。例如，纽交所是一个基于拍卖的交易所，而纳斯达克则是一个基于交易商的交易所。拍卖方式依赖于一个“专家”，他的作用是充当拍卖师。这一概念可以追溯到用铅笔记账交易的时代，即使它现在已经自动化，而且效率更高，但是仍然比较慢。基于拍卖系统的支持者认为，他们为客户得到了最好的价格，即为买方获得最低的价格，为卖方获得最高的价格。

我记得在20世纪50年代末，当时我有一个参加纽约大学的夏季金融论坛的资格，我作为一名本科生被允许进入纽约证券交易所的交易大厅。我和一个站在那里，手中拿着交易账簿和一只短铅笔记录买卖订单的专家聊了一会。这些订单记录在纸条上，由经纪人传给他。事情曾经是如此的原始，这在今天几乎不可想象。但我对当时是如此地印象深刻，作为一个处于交易活动中心的20来岁青年，我认为它真的很科技。现在我们可以报道市场的有线电视上看到交易所交易大厅的拍卖，我们可以看到专家，他们现在被称为“指定做市商”，面前摆着几块电脑屏幕。他或她正在接收这些屏幕上的信息，并在手持电子设备上输入交易。

基于交易商的系统在一个专用的电子网络上运作，作为交易所会员的经纪人和

① 英国（与丹麦和瑞典）是欧洲联盟、自由贸易区的三个创始成员国之一，但它选择不加入欧元区。他们保留自己的货币。许多观察家认为，伦敦一直保持其作为欧洲金融中心的主导地位的原因是因为英语仍然是世界主要的商务语言。在下列页面上关于欧盟和欧元区成员国的名单见上表。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易商直接连到这一网络,交易执行得更快。该系统的支持者认为速度对客户更重要,调查显示客户认可这一观点。纳斯达克现在声称,每笔交易的平均速度为 98 微秒,或百万分之 98 秒。

许多新发展显示了对交易速度的偏好,例如高频交易,闪电下单,裸接入和暗池等。这些发展带来了为"(上帝)选中"的交易者提供不公平的优势的问题。高频交易的发展,允许拥有超级计算机的个人或公司直接进入交易所而不是通过经纪商进行交易,这推动了高频交易的发展。这种接入方式被称为"裸接入"。因为普通交易者不具有这样的能力,这就产生了公平问题。这种类型的访问允许一个交易者输入成千上万的订单购买或出售股票,从而能够操纵股票的价值。这发生在 2011 年 4 月,当中西部地区一个经纪人在几秒钟内提交并取消了数千的卖出订单后,导致这个股票的价值下降到不得不停止交易的程度,并花了好几天才找出到底发生了什么。

"暗池"是指个人或公司在线下完成交易,只通过交易所完成净额清算的一种交易技术。这种交易技术具有隐藏交易的效果,如果需要,可以逃脱交易所对市场交易流的监控和管制。如果其波动性变的太大,并威胁到市场的其他部分的话,交易所可以通过停止该特定股票的交易来对交易过程进行干预。暗池已经变得非常流行,经纪商现在向那些认为自己可以在暗池中协商出更好的价格或有其他理由需要掩盖他们的交易活动的客户提供这种服务。

证券交易委员会对这些不公平的交易做法进行审查,采用了一个系统来追踪所有市场、所有美国挂牌股票和期权的订单,挂单和撤单,并在下一交易日为证券交易委员会生成规格一致的数据。尽管这并不能解决"裸接入"所引起的公平性问题,这将使美国证券交易委员会对可能导致市场混乱的活动进行干预和统制(Ackerman,2012)。这是技术如何使得处理业务的效率更高,而与此同时制造了不道德、甚至欺诈性做法的又一个例子。

运作模式的差异最终将会以迎合大多数客户青睐的方式解决,当前的趋势似乎对 NASDAQ 的运作模式更有利。有些人认为,这将最终意味着放弃交易大厅,这将代表一个重大的文化变革,因为整个世界都将交易大厅视为股票交易的中心。各地的交易员都密切关注这里发生了什么,并通常等到纽约证券交易所开市来获得对当天交易方向的感觉,以及感受市场的情绪。人们已经注意到,例如,通常伦敦证交所每一天有四分之三的交易都是在纽交所开市后完成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纽交所起源于1792年华尔街68号的“梧桐树交易所”，当时的交易者在一棵梧桐树下购买或出售股票。相似的，美国交易所起源于宽街的某处马路边上的“路边交易所”。交易者们很快就发现了室内交易的好处，在交易所形成的早期，它们对投资者的需求和偏好非常敏感，并在必要的时候很快做出改变。这两个交易所最初的组织形式是会员制的，交易所为了公共利益，确保交易有序进行而具有一定的监管职能。在过去的十年，两者都转变为放弃全部监管职能追求盈利的股份制公众公司。同样，NASDAQ也转变为一个成熟的交易所，而不是一个以前为人所知的“交易商之间的交易系统”，并且它也剥离了先前为NASD行使的监管职能。现在，投资者有可能在股票交易所中占有股份。

由于激烈的竞争，交易所行业内的变革一直在继续。所有主要的交易所都已采用自动化和先进的通信技术来提高速度、准确度和安全性。自动化交易技术已经取代了“公开喊价”的交易系统，后者曾一度是交易所的交易大厅和商品市场的交易场的典型特征。

市场活动测量

衡量市场表现的指数很多。三种最受欢迎的股票指数是道·琼斯工业平均指数(DJIA)、纳斯达克综合指数和标准普尔500指数。财经新闻和许多其他新闻媒体每个交易日都会发布这三个指数的情况，并实时更新，这使得分析师、经纪商和交易商实际上可以连续地了解市场的价格和成交量。道·琼斯工业平均指数以美国30个工业企业为样本，由道·琼斯公司于1896年发布。与美国总计3 129家上市公司相比，虽然样本相对较小，但一般认为该指数相当准确地反映了美国工业的一般状况。①

① 道·琼斯工业平均指数可以说是所有股票指数中应用最广泛和引用最多的指数。30个股票的样本会进行周期性的调整以反映美国工业的一般情况。为了计算道·琼斯工业平均指数，在任何给定的时间将30只股票的市场价格加起来，并将其用一个“除数”相除，这一指数由道·琼斯每天计算并发布在华尔街日报上。其结果就是道·琼斯工业平均指数。除数考虑到了样本中的任何调整，如添加或删除股票，股票分红等。例如，在一个随机选择的日期，比方说2012年7月12日，所有30只股票的总价格为1 665.27美元，除数是0.132 1294 93。计算得到12 603.31美元，这是美国道·琼斯工业平均指数在当日收盘前的数据。读者可以通过这种技术模拟任何给定的股票或一组股票价格走势对道·琼斯工业平均指数的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纳斯达克综合指数是根据交易所上市的全部 2 711 只普通股为基础上计算出的，既包括本土公司，也包括外国公司。这两种股票都在交易所上市。标准普尔是麦格劳希公司的一部分，它所发布的标准普尔 500 指数是根据 500 家公开上市的美国股票为样本计算。这些指数变动之间的相关性非常高。

在第 114 页上的图中提供了道·琼斯工业平均指数(DJIA)所衡量的 112 年的股票市场表现。这张图给读者提供了一个关于上个世纪美国金融史的有趣快照。①读者可以清楚地看到，例如，1929 年到 1933 年的大萧条时代的影响，以及上世纪 30 年代由于错误的美联储政策所导致的、从 1937 年开始，直到 1942 年第二次世界大战爆发的第二次衰退。接下来就是战后井喷式的增长，然后就是 60 年代末和 70 年代与滞胀斗争的困难时期。所谓滞胀，就是经济增长停滞并伴随着高通胀——一种根据经济理论不应该发生的现象。然后，20 世纪 80 年代和 90 年代的繁荣，其中包括两个小的衰退：1990—1991 年间所谓的“白领”衰退和 2001—2002 年间的“.com”衰退。最后，2007 年出现非常明显的急降，其影响持续至今。

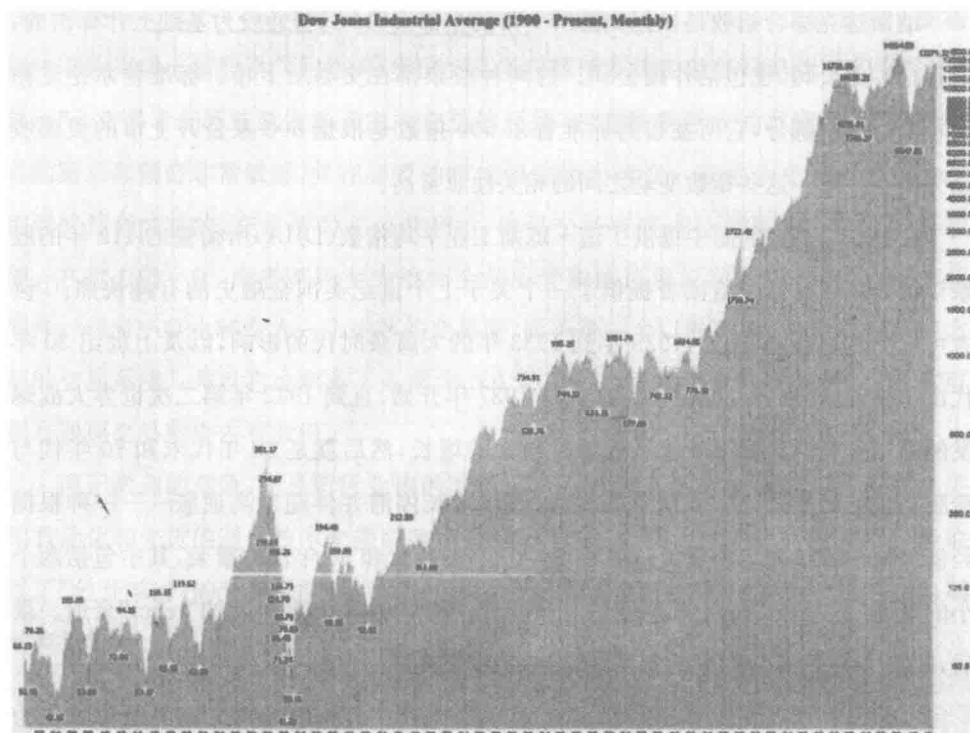
我们也看到在图表中，道·琼斯工业平均指数在最近的低迷之前的历史峰值为 14 164.53，这发生在 2007 年 10 月 9 日。它下降的低点为 6 547.05 点，损失幅度为 54%。与下降相关的人力成本对于数以百万计的人的而言是毁灭性的，因为，在这些数字背后是失业、丧失抵押品赎回权、生意失败和生活受到影响。当道·琼斯工业平均指数已从低点恢复，并在 2013 年创下超过 15 000 的历史新高，所有这些低迷造成的破坏还没有修复好。这尤其体现在失业统计仍然非常高之上。

关于纳斯达克也有一个类似的图片，但具体原因有些不同。纳斯达克综合指数在 2000 年 3 月 10 日达到 5 048 的峰值。这时网络经济刚开始衰退，在此期间，许多高科技公司没能生存下来。而纳斯达克有大量的高技术公司，因此受到严重冲击。它还没有从先前的危机中恢复过来，在 2007 年又遭受经济衰退的打击。到 2009 年 7 月，它达到了它的新低 1 790 点，市值损失高达 65%。2013 年年中，它只恢复了到大约 3 600 点，或其峰值的 71%。

---

① 注意本图经过对数调整，这一调整具有减弱变化的整体冲击的效果——图中向上倾斜的直线代表一个固定的百分比变化率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



投资者在市场中的行为

投资者往往根据他们对经济的判断，在股票和债券之间做出选择，并且他们日益关注全球经济。债券，特别是国债，被认为是比股票更安全的投资品种。然而，从长期来看，股票带给投资者的收益率更高。因此，在股票市场的波动时期，或在经济不明朗的时期，我们通常会看到投资者卖出股票买入债券。这会压低股票价格而提高债券价格，从而降低了债券的收益率。反过来，随着经济前景变得更加光明和/或市场变得稳定，投资者变得愿意承担更高的风险，我们通常会看到投资者卖出债券而买入股票。当然，这过度简化了投资者的选择过程，因为还有许多其他因素会影响市场，如发生在这里或那里的战争和冲突、政治事件和自然灾害。

在最近的低迷时期，股票市场波动加剧部分归因于卖空活动的增加。最近的一个例子就是高盛的行为，它进行卖空与它自己的客户进行竞争，这引起了公众和国会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的关注和不屑。高盛一方面高调兜售新发行的CDO并将其出售给投资者,与此同时,它又卖空这些证券,希望它们的价值下跌。人们同样注意到了类似的欺骗性活动,这已经引发对卖空是否符合公众利益的问题的关注。在美国证券交易委员会的规定下,对任何证券——债券、股票或金融工具的裸卖空是不允许的。一般来说,卖空者从经纪商处借入股票或金融工具并卖出,是希望它们会下跌。投资者然后可以用较低的价格买入它们,偿还借来的股票,其中的差额就是利润。这是合法的。但是,裸卖空的投资者因为没有借入标的证券,具有操纵市场的效果,因为投资者侥幸冒险没有提供担保品以保护证券的买入方。虽然美国证券交易委员会已经建立了对裸卖空的严厉处罚制度,但由于缺乏信息,这些规定很难得到执行。美国证券交易委员会还实行"提价交易规则",这意味着没有人可以卖空价格已经在下降的证券,除非其市价有一个提价。但许多观察家仍然认为,卖空并不符合公共利益,在监管机构制定未来的市场规则和管制政策时,这场辩论很可能还会继续。

借助高速的通讯以及交易项目——股票和债券的可替代性,金融市场像商品市场一样具有极高的效率。金融工具,如10年期政府债券或MBS或CDO,都可以像商品,如石油、煤或金条一样交易。因此,银行、经纪商和交易商出借和借入债券和其他证券就像我从邻居那借一杯糖一样容易。

因为这样的效率,在一个市场出现的状况可以迅速转移到所有其他市场。1997—1998年的东南亚危机就是一个例子,这后来被称为"亚洲大传染"。它说明了资本在全世界自由流动既有促进市场发展的一面,也有其不利的一面,我们在第9章将更多地讨论这场危机。资本流出一个国家的速度和进入一个国家的速度一样快,这就是亚洲国家所发现的——资本流出导致货币贬值、银行倒闭、经济衰退、市场崩溃。我们稍后会看到,为了防止传染效应,这也是需要采用防御性金融政策的一种情形。从2007年开始的次贷危机,也迅速成为全球性的危机。美国制造的CDO和MBS在德国、法国、日本同在美国一样受到追捧。虽然这是无心的,这导致将美国市场的问题出口到了他们这些市场。在2012年,我们开始进口欧洲的经济问题以及中国、印度和巴西经济放缓的影响——这些都是市场全球化的进一步的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

金融机构在美国市场中角色的改变

我们以前指出，银行业的性质，以及影子银行业的性质，在最近几十年发生了明显的变化。我们已经注意到了几个方面的改变：

——一些银行从零售银行转变为批发银行

—受到监管的银行业和几乎不受监管的影子银行业之间的竞争加剧

—存款作为银行资金来源的重要性下降，市场越来越成为重要的资金来源

—传统的银行客户除了银行存款之外的资金去处和银行贷款之外的资金来源变得更多

—银行将贷款出售和证券化以恢复流动性和消除信用风险的机会增加

—行业对风险的了解增加以及控制风险的新技术的出现

—保持更高的资本水平以缓冲意外损失的压力增加

消费者和企业借款者还发现，因为新技术、在线访问、折扣经纪商等，资本市场更容易为其所用。因此，传统银行功能的重要性降低，如从社区寻求稳定的存款，用这些资金进行贷款并持有直至到期。证据之一就是，在 1960 年活期存款支撑了 60%的银行资产，而到 2011 年这一比例下降到了只有 11%。这些转变通常被称为“脱媒”，即绕开银行体系本身获得银行服务。请注意下面表格中 1980—2008 年间这些变化的程度。

美国所有金融机构持有的总资产[a] 单位：10 亿美元

	1980	%	2008	%	变化率
全部存款金融机构	2 340	57.9	14 591	36.0	6.2
共同基金	70	1.7	6 588	16.3	94.1
所有其他[b]	1 628	40.3	19 344	47.7	11.9
总计	4 038	100	40 523	100	10.0

a www.federalreserve.gov/releases/Z-1

b 包括保险公司，养老基金，国家和地方政府的退休基金，金融公司和货币市场共同基金

该表显示，在 28 年里，所有金融机构的资产总额从 4 万亿美元增长至 40.5 万亿美元。该表突出了不同类型的机构之间的增长率的差异。尽管存款机构的增长是正的，它们占全国金融资产的比重从 58%下降到 36%，明显跟不上非存款机构，特别是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

共同基金的增长。

这些数字预示着银行业的未来?很显然,传统的银行模式已经不再存在,主导金融市场几代人的银行将不得不与其他类型的机构更大程度上分享这些市场,为了竞争,银行必须发挥许多前所未有的功能。

商业票据

到1995年,只有20%的美国企业是从银行借款,约占美国企业融资额的18%。那么,企业的融资来源在哪里呢?大部分的缺口已经由商业票据(CP)填充,这个市场从1970年的330亿美元膨胀到了2000年的15 440亿美元,相当于银行信贷总额的一半。

商业票据市场可追溯到第19世纪初,这是美国金融体系中最古老的一个市场,是一个很大的、容易进入的、高流动性的市场。它是直接融资的一种手段。公司发行一张借条直接或通过交易商销售给投资者。为什么这个市场有如此惊人的增长?再一次,我们可以说是技术造就了商业票据市场。它使得企业借款人更容易进入这一市场。相对利率也是一个主要因素。商业票据的利率在历史上一直低于银行贷款利率。见第45—46页的货币利率表。

商业票据不仅仅是公司借款人替代银行贷款的资金来源,同时也是对个人、机构投资者和银行颇具吸引力的投资。票据期限短——最长9个月——销售时不需要文书,由最有信誉的借款人以折扣销售。信息技术的改进使它更容易发售,投资者也更容易分析其风险。商业票据存在二级市场,票据的经纪商和交易商的作用也在增加,尤其是在最近几年,市场已经开始吸引较小的借款者参与。不像那些知名的世界巨头企业,规模较小的借款人经常发现通过交易商,而不是直接向投资者推销商业票据更方便和有效。这部分市场增加的风险反映在交易商募集的商业票据利率略高之上。还请注意,第45—46页的表中有欧洲美元商业票据,这是在美国之外发行的以美元计价的一种商业票据。与其他以美元为基础的金融工具一样,这个市场也有外国客户。

因此,商业票据作为一种信用工具的使用已经获得了蓬勃发展,这种增长增强了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

市场的流动性，这意味着买家和卖家都是现成的。

商业票据市场在过去的十年里遇到了一些困难。2002 年的安然丑闻在这个市场掀起轩然大波。票据的买家被一个个曾经很有信誉的公司（安然、世通、泰科等）的信用品质恶化所惊动。2007 年开始的次贷危机造成了商业票据市场的进一步恶化。因为这是一个没有抵押的市场，因此对整体市场情况非常敏感，神经紧张的投资者不再购买商业票据，造成该市场在 2008 年被冻结，妨碍了公司融资并对商业造成了伤害。这使得美联储在历史上第一次开始购买商业票据以使其再次运转起来。美联储已将其所有的商业票据销售，但他们的行动却把市场从完全崩溃中挽救了出来。

参考文献

1. Meulendyke A—M(1998) *Purposes and functions of the Federal Reserve System*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC, pp.79—82.
2. Ackerman A(2012) "SEC arms itself to better track trades." *The Wall Street Journal*, 12 July 2012, p.C-3.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 8 章
谁为美国产业融资？
商业银行与投资银行的相关作用

银行在企业融资中的作用：一个国际比较

在他们的《全球银行业》一书中，史密斯和沃尔特认为银行与实业之间存在三种联系模式(Smith and Walter，2003，p.431)。他们把第一种模式称为“局外人体系”，这是一种英美体系。典型的工业企业与银行保持半独立的关系。企业融资主要依靠资本市场，短期融资主要依靠商业票据，而长期融资需求则由债券或中期票据满足。银行关系是重要的保障，但是两者之间保持着适度的距离。

第二种模式是“内部人体系”，这是德国的做法，也是其他欧洲大陆国家的典型做法。这种模式中，银行与实业之间关系紧密，企业的金融需求基本依靠银行贷款和留存收益解决。银行的作用超出信用领域，延伸到了股票股权、股权投票和董事会成员等领域。恶意收购比较罕见，对资本市场的利用是有限的。

第三种模式是“超级内部人体系”。这是一个交叉持股制度，日本的企业联盟(keiretsu[①])就是这样的典型。通过交叉持股和长期的供应商和客户间的关系，公司

① 经济学人，2009 年 10 月 16 日，卷 401，keiretsu 是一个日语词汇，是一个平等合作的公司结构，通常通过互相持有小部分彼此的股权，因此彼此具有比较紧密的业务关系。因为将业务限制在“家庭成员”之间，为此经常受到批评。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

之间的界限比较模糊。近年来,随着资本市场的发展,这一体系略有收缩。下表显示了美国、德国和日本的企业对各种形式的企业融资的依赖程度。

公司外部融资来源:美国,德国,日本[a](非金融企业 1970—2000)

	美 国	德 国	日 本
银行贷款	18%	76%	78%
非银行贷款(包括商业票据和其他直接融资)	39%	10%	8%
债券	32%	7%	9%
股票	11%	7%	5%
总计	100%	100%	100%

a. Andreas Hackenthal and Reinhard H.Schmidt, "Financing Patterns: Measurement Concepts and Empirical Results," J.W.Goethe-Universitat Working Paper No.125, January, 2004.

美国的趋势与欧洲形成了鲜明的对比,在欧洲,银行融资占主导地位。许多人认为随着欧元的增长、全欧洲范围资本市场的发展,随着时间的推移,这一现象将会发生改变。与日本企业融资的78%来自银行相比,同样反差巨大。然而,日本金融系统的改变则缓慢得多。银行在企业融资方面扮演的角色也反映在欧盟银行的总资产是欧盟 GDP 的 3 倍,而在美国这一比例只有 80%这一事实之上。

需要长期资金的企业基本上有 2 个宽泛的选择:通过银行获取贷款或通过投资银行出售股票或债券。为了比较商业银行发放贷款与投资银行承销新发行股票或债券时所扮演的角色,让我们先看看贷款。贷款可以是使用国内货币的国内贷款,也可以是以出借方或借入方的货币发放的跨国界贷款。最后,它们可以是跨国贷款,即通过国外分支机构用多种货币提供贷款。

对贷款的承诺,无论是国内的还是国际的,都经常被称为"贷款便利"。这一术语仅仅意味着贷款安排。它们可能是循环信贷,即一个有求即供的信贷提供协议。参见第 125 页的发行公告,它宣布向陶氏化学提供循环信贷。这是一个银团贷款安排。

另一种方法可能是在指定时间内提供特定数量的信用额度。这通常是对银行具有法律约束力的一项承诺,在这种情况下,直到贷款完成,它一直是银行的一项或有义务——或一个表外项目。通常,这样的安排是必要的,这能使借款人向供应商等作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

出进一步的承诺。

最后，这种安排可能仅仅是一个后障，这是一个在需要时提供信贷的承诺。借款人可能会寻求其他信贷来源，如债券或股票，但如果这些其他来源变得不可用或者其他信贷市场不能满足借款企业的需要，它们需要保留一个后手。利率可能会上升，这使得发行债券更为昂贵，或股票市场可能已经下跌，这意味着在一个下跌的市场发行股票是昂贵和不明智的。在最近的金融危机中，许多企业不得不依靠这种早些年设立的信贷安排，因为其他市场来源枯竭了。

投资银行

正如所指出的那样，资本市场是企业除银行贷款之外的一个替代性来源。这就是投资银行的活儿。这些机构承销新发行的证券，如股票、票据和债券，代表发行企业将这些证券提供给投资者。其目的可能是为现有的企业筹集额外资金、为一家新成立的公司首次公开发行募集资金或是为企业并购融资。

这些都是近年来华尔街最赚钱的活动，但由于涉及一些像安然、高盛和花旗等著名公司的广为传播的利益冲突和不道德的交易，它们已经引起了很大的争议。

大多数投资银行同样也是经纪商和交易商，也就是说，他们也在二级市场购买和出售证券，如，股票、债券以及政府证券。一些政府证券的交易商被称为“一级交易商”，他们有权直接向美联储购买和出售证券。我们将在第 12 章的货币政策中进一步讨论他们的角色。

因此，一家投资银行，同时也是一个经纪商、交易商和商业银行，可以处理企业的所有融资需求业务。许多大机构都是 1999 年 GLB 法案条款的适用对象。该法案已经成为争论的话题，因为它涉嫌导致利益冲突和造成其他道德风险，如将贷款协议与获得该公司的投资银行业务挂钩，或者在交易业务中与其客户争利，就像高盛在 2010 年被指控的那样。

谁是主要的投资银行，在最近的金融危机中他们发生了什么事情？第 1 章指出，近些年对于各类金融机构而言日子都不好过，而投资银行首当其冲。这个行业的前五名在 2008 年前后开始的这场金融危机中都遭遇了严重的财务困难，他们是贝尔斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

登、美林、高盛、摩根斯坦利和雷曼兄弟。

其中，雷曼兄弟，已经倒闭并被分解出售。要不是得到了财政部和(或)联邦储备的拯救，另外四家也有可能倒闭。贝尔斯登已经被一家银行，摩根大通所接管，这使它能够通过银行获得美联储的贴现窗口支持。美林被美国银行接管，这同样使它获得美联储的支持。剩下的两家，摩根斯坦利和高盛转变成金融控股公司，这也给了他们获得联邦储备支持的资格。也有其他银行，如德意志银行，瑞银华宝，美邦等存活下来，但回顾这一经历，坦诚地说，我们几乎失去了这个行业。

在 GLB 法案之下，人们对商业银行和投资银行的重新结合是否是一个好主意可能还会争论下去。看到最近的经济衰退所带来的痛苦，许多人，包括马萨诸塞州参议员伊丽莎白·沃伦，主张回归到被 GLB 部分废止的格拉斯—斯蒂格尔法案。

投资银行应当为客户提供有关市场的建议。对于发行公司而言，债券和股票之间的选择非常重要，因为二次股票发行可以稀释现有股票，而债券通常是昂贵的负担。在市场的接受能力和成本方面，时机选择也至关重要。而投资银行，取决于对发行人的承诺类型，可能会被被迫购买和持有的一部分新发行的证券。这个行业一直就是一个狗咬狗的世界。

问题是，为什么拥有这些利润丰厚的业务线的顶级投资银行会在最近的金融危机中破产和需要救助？最简单的回答是，他们投资证券，并经常无法从他们所发行的那些证券中脱身。他们有时会做出错误的选择，在最近的故事中，他们投资了大量的抵押贷款支持证券，这后来变成了一种毒药。经济学家最近将投资银行界戏称为“连天使都害怕交易”的地方。

债券评级

对于债券融资而言，其成本和市场接受程度受到债券评级机构所给出的评级的影响。美国目前有九家在美国证券交易委员会注册的机构，这些机构是“全国认可的统计评级机构(评级机构)”。其中的两家——穆迪投资者服务公司和标准普尔评级服务——是这个领域中被公认为最突出的评级机构。他们将债券和其他固定收益债务工具按照质量从高到低评为投资级、中级和投机级。其中最低类别被称为高收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

或垃圾工具。

质量最高的投资级,穆迪将其指定为 AAA, AA1, AA2, AA3, A1, A2 和 A3 表示,标准普尔将其指定为 AAA, AA, A 和 BBB。该组包括了从质量最佳、风险最小的级别到中等质量并对经济情况的改变具有一定脆弱性的级别。

穆迪的中级有 BAA1, BAA2 和 BAA3 三个级别,而标准普尔分成 BB 和 B 两个级别。这一组具有一定的投机性,或未来有违约的风险。

对于高收益债券或垃圾债,穆迪将其分为 BA1, BA2, BA3, B1, B2, B3, CAA1, CAA2, CAA3, CA, C 和 D;而标准普尔将其分为 CCC, CC, C 和 D。这一组的债券从质量差、违约风险高到实际发生违约的都有。但值得注意的是,在这个市场上,即使是违约的证券也可以很大折扣销售。例如,几乎是在 2007 年的低迷期后立即违约的一些抵押贷款支持证券以每股 0.27 美元的面值卖出。

大约在 1970 年之前,投资者为评级机构的评级付费,此时提供的评级被认为是独立的。到了 20 世纪 70 年代,形成了当前这种由证券的发行人支付评级费用的模式。这就产生了一种利益冲突,评级机构显然不愿意给向自己付费的客户一个不好的评级。这首先在 2002 年的安然丑闻中暴露在世人面前,评级机构在安然的股票价格从 90 美元跌倒 4 美元之后,仍然对其发行的债券给出了 AAA 评级。尽管评级公司不对股票评级,但是股票的暴跌就是一个信号,表明公司的财务状况并不好而应该给予警示。2008 年,评级机构再次给那些基于已经违约的抵押贷款的 CDO 给出了 AAA 评级。

因为这些不良行为及其未曾在信用危机时更快地警示金融行业,评级机构受到了严厉的批评。该机构是私立性质,因此完全不受管制。2011 年 7 月国会责成评级机构进行改革,美国证券交易委员会宣布了针对其在最近的危机中故意误导投资者的指控计划。迄今为止,光打雷,不下雨。

最近华尔街日报上报道称,评级机构被釜底抽薪,因为客户现在没怎么用他们——至少不如他们的失责被世人所知之前。①那些曾经要求债券发行人从这些评级公司获得评级的公司政策,以及法律都逐渐取消了这些要求。公司越来越多地发

① 华尔街日报,2010 年 7 月 27 日,C 节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

现，即便没有评级，他们也能发行债券，也就是说，市场将接受他们。

贷款和证券的辛迪加

我们在前面指出，辛迪加是一个金融机构间彼此分担大型贷款或在新发行证券时分担责任的过程。在金融体系中，辛迪加相对是一个新鲜事物，很大程度上是直到 20 世纪 60 年代早期才被使用。我们将首先考察商业银行在辛迪加贷款中的作用。

这个过程涉及在银行之间形成一个正式的安排，在金融媒体上刊登一个像下一页插图中左侧的发行公告（Smith and Walter，pp.24—38，p.318）。牵头机构通常安排辛迪加，并被指定为辛迪加的管理者，或者几家银行分担领导职能也是可行的。牵头机构然后会招募辛迪加伙伴。为了增加参与伙伴的信心，牵头行通常会在贷款中占一个较大份额。承销过程，包括尽职调查，通常由牵头机构处理，除非另有规定，辛迪加伙伴同样有权进行尽职调查。

组成辛迪加对于出借人有优势，比方说，使得银行的贷款组合更好的分散化，规避对单一借款人贷款的资本金限制，获得小银行在其他情况下接触不到的大客户。向陶氏化学提供的三十亿美元循环信贷融资是一个很好的例子。在这个案例中，多家银行进行合作，为其中的多数银行打开了进一步开展业务的大门。因为牵头机构具有更强的承销专业能力，能够进行更细致的分析和得到更充分的法律保护，信用风险得到降低。

从借款人的角度看，同样也有好处，比方说能够获得较大的贷款，通常还有更高的效率，或者更低的成本。例如，试想如果当时的债券和股票市场不能满足它的需求，陶氏化学还有什么替代途径？在陶氏化学这个例子中，牵头机构是花旗银行，英国，法国和加拿大的其他银行为其提供了协助。

牵头机构将编制一份关于借款人的财务和经济信息的信息备忘录，内容还包括历史和政治方面的信息。史密斯和沃尔特指出，“辛迪加的牵头机构对借贷双方都负有沉重的责任。在对待参与者时，他们必须绝对的豪爽和可靠。”（同上）有时，这种对牵头行的信任会出现意想不到的状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

DOW

The Dow Chemical Company
$3,000,000,000
Revolving Credit Facility

Agent:
Citibank, N.A.

Co-Agents:
ABN AMRO
Bank of America NT&SA
The Dai-Ichi Kangyo Bank, Ltd.
Union Bank of Switzerland

Lead Managers:
Barclays Bank PLC
Credit Lyonnais
Royal Bank of Canada

Provided By:
Banque Nationale de Paris • Morgan Guaranty Trust Co.
Societe Generale • The Sumitomo Bank Limited
Swiss Bank Corporation • The Toronto Dominion Bank

Bank Brussels Lambert • The Bank of Nova Scotia
The Bank of Tokyo Trust Company • Bankers Trust Company
Berliner Handels-Und Frankfurter Bank • Canadian Imperial Bank of Commerce
Credit Suisse • Dresdner Bank AG • The First National Bank of Chicago
The Fuji Bank Limited • Generale Bank N.V. • Kredietbank N.V.
Mellon Bank, N.A. • NBD Bank, N.A. • Security Pacific National Bank
Westpac Banking Corporation

Banca Commerciale Italiana • Banco Bilbao Vizcaya • The Bank of New York
Bayerische Landesbank Girozentrale • Bayerische Vereinsbank AG • Cariplo
Chase Manhattan Bank, N.A. • Continental Bank N.A. • Credito Italiano
The Daiwa Bank, Limited • Deutsche Bank AG
The Hong Kong and Shanghai Banking Corporation Limited
The Industrial Bank of Japan, Ltd.
Istituto Bancario San Paolo di Torino • Lloyds Bank PLC
The Mitsubishi Bank, Limited • National Westminster Bank PLC
NCNB Texas National Bank • Northern Trust Co.
The Sanwa Bank Limited • The Sumitomo Trust and Banking Company Ltd.
Wachovia Bank of Georgia, N.A. • Westdeutsche Landesbank Girozentrale

This transaction was arranged and syndicated by Citicorp Securities Markets, Inc.

JULY 1991

CITICORP

Citicorp Securities Markets, Inc. is a wholly owned subsidiary of Citicorp.

7,187,500 Shares

GREENFIELD INDUSTRIES

Common Stock

Price $15½ a Share

5,937,500 Shares

MORGAN STANLEY & CO.
THE FIRST BOSTON CORPORATION
WERTHEIM SCHRODER & CO.

1,250,000 Shares

MORGAN STANLEY INTERNATIONAL
CREDIT SUISSE FIRST BOSTON LIMITED
WERTHEIM SCHRODER INTERNATIONAL LIMITED

关于陶氏化学 30 亿美元的循环信贷公告(左图)和
格林菲尔德工业公司出售 720 万股普通股的公告(右图)

从联邦储备退休后,1999 年我被要求在一家代表蒙特利尔银行的法律公司担任顾问,其时该行参与了一笔由在弗吉尼亚州里士满斯盖特银行牵头的银团贷款。本案涉及了银行诈骗,其中一人自称代表菲利浦·莫里斯公司向斯盖特银行贷款 1.2 亿美元购买电脑用于在美国之外进行无烟香烟的研究。①借款人的名字很熟悉,因为他已经是菲利浦·莫里斯的职员,所以银行没有进一步调查他的背景。

有许多警示:对伪造的公司首席执行官对该项目的确认函中的签名与银行中其他法律文件中该首席执行官的签名不同的怀疑;要求所有银团成员签署保密协议不得披露该项目的存在;借款人拒绝允许银行确认设备和/或设施的位置;宣称的理由

① 关于这一案例的所有详细信息都公开的。请见里士满时报讯 1998 年 1 月 22 日 B-9 版、1998 年 1 月 23 日 B6 版和 1998 年 1 月 24 日 C1 版。

The American Monetary System

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是他们在外国开展研究工作以避免 FDA 对进行人类受试者研究的限制;如此等等,不一而足。令人意外的是,所有银团成员都同意了这些条款。

我所咨询的法律公司代表蒙特利尔银行,该行已同意提供 2400 万美元的贷款。1993 年 12 月份开始提供贷款资金。1995 年 11 月蒙特利尔银行在参与协议上签字,并按照其份额提供了资金。其他银行参加了辛迪加,大多数银行提出了关于一些不正常现象的问题,但是斯盖特银行根据与借款人之间签署的保密协议要求他们保持沉默。一个参与者,东京银行,没有理睬斯盖特的指令,向菲利浦·莫里斯询问借款人的情况。银行被告知,他已经在前几年退休了。

于是,这起欺诈事件在 1996 年被披露出来。根据斯盖特未向辛迪加成员披露本案中所涉及的种种违规问题的事实,蒙特利尔银行起诉斯盖特银行返还资金。1998 年 1 月,该案在弗吉尼亚州东区美国地方法院的一个六人陪审团前进行了审理。

斯盖特对蒙特利尔银行以及其他银行的一个脆弱的辩护宣称,如果这些银行愿意,他们有权自行进行尽职调查。我被要求作为一名"专家证人"解释在一个辛迪加中牵头机构对于其他成员的义务是什么。根据史密斯和沃尔特的《全球银行业》一书,我认为在一个辛迪加中,牵头机构有义务向所有辛迪加成员报告他们所关注到的关于借款人的资信的任何信息,而斯盖特银行有许多信息应该披露。蒙特利尔银行赢得了该案,其他辛迪加成员随后发起了诉讼。欺诈的主犯和几个同伙被关进了监狱。贷款人最终的净损失约为 1 亿美元。因这一事件,斯盖特行倒闭,随后被当前的富国银行的前身第一联合银行合并。

本案令人震惊的是,一家成功放贷几十年的银行以一种献殷勤的方式处理这笔巨大的贷款。很显然,他们以为自己是在与真正的菲利浦·莫里斯打交道,他们并不想惹恼客户。

考察这个案例使得人们不禁对我们是否从过去的经验中吸取了教训感到迷惑。我并不相信我们完全做到了这一点。类似的事件很多,尽管并不一定涉及欺诈,这已经发生在 21 世纪之交,有一点是非常明确的,承销程序存在缺陷、尽职调查不充分的现象仍然大量存在。如果银行信贷员可以这样粗心对待客户存款的神圣性,它使人们认为多年来连续增加的存款保险已大大增加了银行业的道德风险。

组成债券和股票的辛迪加的过程与组成贷款辛迪加相似。债券和股票都有发达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的二级市场,但初始承销过程仍然是一个关键因素,因为它决定了金融资产的基本品质。让我们沮丧的是,我们再次知道,在最近的次贷危机中银行故意借钱给信誉不好的借款人。竞争和贪婪的力量使得他们一直这样做,直到2007年秋天危机发生。

请看125页格林菲尔德工业公司的发行公告。发行的股票部分在美国发行,部分在美国之外发行。后者是欧洲股票,也就是以美元计价在美国之外发行的股票。此次计划募集1.12亿美元。投资银行试图在行业处于高点或者在本案中格林菲尔德公司的股价处于高位时进入市场。一旦他们进入二级市场,股价将发生变动。偶尔,新股发行时股价立即上升,发行股票的公司倾向于增加发行数量。这种做法在行业中被称为"绿靴"机制,这一名字来自于第一次采取这一做法的公司。

并不是所有的新发行证券,或新的贷款,都有一个像我们举例的那种发行公告。这些发行公告并不是为了招揽投资者;它们只是关于发行的公告,主要是出于公共关系的考虑。这通常被认为是很好的宣传机会,金融机构表明,他们正在处理如此大的发行业务,而对借款人而言,则是使他们的投资者和客户都知道,他们正在扩张,并且可能做得很好才获得信贷。金融出版物定期为那些不发布发行公告的借款人出版新发行的证券和贷款辛迪加名单。

这一过程的另一个特点是"暂搁注册",即发行新股票或债券的公司在取得美国证券交易委员会的批准后,决定暂缓发行,这通常是因为市场条件发生了对新发行不利的变化。于是,计划发行的股票或债券就像被放在了"货架"上。因此,金融出版物也将定期发布"现成的"股票或债券的名单。

对于股票和债券而言,辛迪加有几种类型:全额包销,在这一类型中牵头投资银行保证全额承销;部分包销,牵头投资银行只愿保证发行总量中的一部分,但是会尝试销售全部发行总量;尽力承销,在这种情况下,牵头行不做任何承诺但是将尽最大努力销售。很显然,借款人的信用状况和先前与其打交道的经验决定了银行愿意做多大的保证。然而,投资银行业的竞争程度很高,这意味着为了在其他投资银行之前抢到生意,某些机构会冒险为一个发行提供担保。新闻界经常将这个行业的竞争称为"疯狂的竞争"。

一些投资银行因为在股票和债券承销上对发行人犯了承诺过多的错误,持有这些证券很多年不得脱手。柯尔伯·格卡弗思·罗伯茨(KKR)投资银行牵头的RJR—

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

纳贝斯克垃圾债券辛迪加就是一个很好的例子。他们在 1989 年销售这些垃圾债券，不得不面对一个需求急剧下跌的市场(Burrough and Helyar，1989)。

债券市场与利率行为

投资银行也能根据潜在买家的偏好，改变发行证券的性质。例如，传统的债券——国债和企业债——都是以息票为基础发行的。这一术语是基于这样一个事实：历史上发行的债券附有代表利息的息票，代表债券持有人将得到固定的票面利率的利息支付。持有人只需要剪下息票，邮寄到作为发行人的代理的银行，就会收到一份内有利息支票的邮件。现在，债券和几乎所有其他有价证券不再以纸质方式发行，而是采用簿记的方式。债券持有人从发行人或其代理人处收到的一纸代表债券所有权的打印单。支付的利息直接电汇到持有人的银行账户，没有纸质单据换手。但以这种方式支付利息的债券仍然被称为“附息(票)债券”。无论是在债券发行时购入或者后来从二级市场上通过经纪人购入，都是如此。

某些类型的债券和其他固定收益工具在发行时并没有票面利率，而是由发行人按折扣出售。期限为四个星期到一年的美国国库券，以及商业票据，零息债券等都是如此。投资者根据他们所愿意为此工具付出的价格参与投标。因此，这一工具的收益率就是它的面值与实际支付的金额之间的差，并根据持有期进行计算。例如，如果你为恰好 1 年后到期、面值为 10 000 美元的国库券支付了 9 500 美元，那么你的收益率就是 500 美元/9 500 美元×100，或 5.26%。

为了满足投资者或发行人的需求，财政部，公司发行人或投资银行发明了一些其他类型的证券，如第 6 章所提到的通货膨胀保护证券，或有可转换债券；合成可转换债；期限只有几天的现金管理国库券；以及在战时鼓励公民储蓄以支持战争的储蓄债券。同时，正如我们之前提到的，从抵押贷款开始的资产支持证券，从 20 世纪 70 年代不断发展至今已经吸引了国内外的各种投资者。我们将要讨论的其他证券是零息债券、本息分离债券和“预发行”证券。

市场似乎很容易满足投资者的各种欲望。受到长期债券的历史性低利率的驱动，纽约港务局在 2012 年中开始发行穆迪评级为 AA2 的 10 亿美元 40 年期应税市政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

债券，用于世界贸易中心重建基金。这发生在港务局 1994 年成功发行 100 年期的免税市政债券，即所谓的世纪债券之后。此外，近年来美国财政部的一个咨询小组一直敦促政府在当前的低利率环境下发行世纪债券以锁定低利率。不过，财政部表示此时它没有计划这样做。①

U. S. Treasury Bonds, Notes and Bills

From *Barron's* July 16, 2012

US TREASURY BILLS

Maturity	Bid	Asked	Wkly Chg	Ask Yld
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

US NOTES AND BONDS

Rate	Mo/Yr	Bid	Asked	Wkly Chg	Ask Yld
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

① 华尔街日报，2011 年 2 月 3 日，第三部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

我们考察摘自《巴伦》第126—128页的债券收益率表中的一些例子。引用价格的日期为2012年7月16日。请看列表中最后一项，2013年6月27日到期的国库券。如果你按表中的卖价买入这一国库券，你需支付9 981.06美元，并在2013年6月27日得到1 000美元。因此，你相当于获得了0.18%的年收益。即使回报率很低，这一收益率是表中最高的，因为它的存续期最长。那些在2012年10月份到期的国库券的收益率大约只有它的一半。其价格是按照年收益率0.18%对10 000美元贴现11.5个月。

接下来请看2042年5月到期的、票面利率为3%的国债，在美国中期票据和国债之下的最后一项。这是一只2012年5月发行的30年期债券。如果你按卖价支付10 862.50美元买入债券，并坚持持有它直到2042年，你的年收益率为2.58%。你以升水买入这一债券，这意味着在其发行之后的1个半月里债券的价格出现了上涨。在这剩余的29.875年中，你将获得利息为面值10 000美元的3%的总计利息8 962.50美元。①

请再看《巴伦》表(在第127页)中2042年2月到期的通货膨胀保护证券。它还有29年7个月到期。如果以卖出价购买，其收益率是0.371%。正如我们所提及的，这是一个实际利率的替代指标。同时，在第4章我们注意到通货膨胀保护证券与具有相同期限的国债的收益率之差就是市场对通货膨胀率的预期。在这一例子中，2042年2月到期的30年期附息债券按卖出价买入的收益率是2.57%。因此2.57−0.371=2.20。这可以被看作是一个关于未来30年的平均通货膨胀率的估计。这比美联储的目标通胀利率高出一点点，但市场就是这么认为的。

由于各种特定的原因，有些国债受到分析人士更密切的关注。例如，长期国债利率是根据市场参与者的预期而形成的反映未来几年资本市场状况的关键指标。

从历史上看，最受关注的美国国债一直是30年期债券，称为“长期国债”。基于先验的理由，我们知道长期利率往往要高于短期利率。我们很快将在对债券收益率曲线的研究中进一步看到支持这种结构的更多证据。主要理由是“货币的时间价值”的论点，简单地说，如果把钱投出去的时间更长，投资者将需要一个更高的回报。

---

① 阅读这个债券表可以发现金融行业还在使用一个令人发疯的32分之一点债券报价习惯。因此，例子中的卖价108：20或10 820/30=108.625。这是面值的108.625%或10 862.50美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

U.S. Treasury Zero-coupon Bonds and Inflation Indexed Treasury Securities (TIPS)

From *Barron's* July 16, 2012

US ZERO-COUPONS

Maturity	Type	Bid	Asked	Wkly Chg.	Ask Yld.
Aug 12	ci	100:00	100:00	—	0.05
Nov 12	np	99:30	99:31	—	0.14
Nov 12	np	99:30	99:30	—	0.15
Nov 12	ci	99:31	100:00	—	0.04
Nov 12	np	99:30	99:30	—	0.17
Feb 13	ci	99:29	99:30	—	0.13
Feb 13	np	99:28	99:29	—	0.19
Feb 13	ci	99:28	99:28	+ 1	0.18
Feb 13	np	99:28	99:28	—	0.18
May 13	ci	99:30	99:31	+ 1	0.05
May 13	np	99:26	99:27	+ 1	0.20
May 13	ci	100:00	100:00	—	0.20
May 13	np	99:28	99:28	+ 1	0.21
Aug 13	ci	99:25	99:26	+ 1	0.19
Aug 13	np	99:24	99:24	+ 1	0.23
Aug 13	ci	99:27	99:28	+ 1	0.12
Aug 13	np	99:24	99:24	+ 1	0.22
Nov 13	ci	99:22	99:22	+ 1	0.24
Nov 13	np	99:21	99:22	+ 1	0.24
Nov 13	ci	99:19	99:19	+ 1	0.29
Nov 13	np	99:21	99:21	+ 1	0.24
Feb 14	ci	99:20	99:20	+ 1	0.24
Feb 14	np	99:19	99:19	+ 1	0.25
May 14	ci	99:16	99:16	+ 1	0.23
May 14	np	99:16	99:17	+ 1	0.26
Aug 14	ci	99:12	99:13	+ 1	0.29
Aug 14	np	99:13	99:14	+ 2	0.28
Nov 14	ci	99:08	99:09	+ 1	0.31
Nov 14	np	99:09	99:10	+ 2	0.30
Feb 15	ci	99:03	99:04	+ 2	0.34
Feb 15	bp	99:03	99:04	+ 2	0.34
Feb 15	np	99:04	99:05	+ 2	0.33
Feb 15	np	99:08	99:09	+ 2	0.31
May 15	ci	98:30	98:31	+ 3	0.37
May 15	np	98:30	98:31	+ 2	0.37
Aug 15	ci	98:24	98:25	+ 2	0.40
Aug 15	bp	98:25	98:26	+ 2	0.39
Aug 15	np	98:25	98:25	+ 2	0.39
Nov 15	ci	98:17	98:18	+ 3	0.44
Nov 15	bp	98:18	98:19	+ 2	0.42
Nov 15	np	98:18	98:19	+ 3	0.42
Feb 16	ci	98:06	98:07	+ 4	0.50
Feb 16	bp	98:09	98:11	+ 3	0.47
Feb 16	np	98:12	98:13	+ 2	0.45
May 16	ci	97:30	97:31	+ 2	0.54
May 16	np	98:03	98:04	+ 2	0.48
May 16	bp	98:00	98:01	+ 3	0.52
Aug 16	ci	97:22	97:23	+ 1	0.58
Aug 16	bp	97:26	97:28	+ 2	0.53
Nov 16	ci	97:10	97:11	+ 1	0.62
Nov 16	bp	97:13	97:14	+ 1	0.60
Nov 16	np	97:16	97:17	+ 2	0.56
Feb 17	ci	97:00	97:02	+ 2	0.65
Feb 17	np	97:06	97:07	+ 2	0.62
May 17	ci	96:23	96:24	+ 2	0.68
May 17	bp	96:28	96:30	+ 3	0.65
May 17	np	96:27	96:29	+ 2	0.66
Aug 17	ci	96:13	96:15	+ 2	0.71
Aug 17	bp	96:18	96:19	+ 2	0.68
Aug 17	np	96:18	96:20	+ 3	0.68
Nov 17	ci	96:01	96:03	+ 2	0.75
Nov 17	np	96:07	96:08	+ 4	0.72
Feb 18	ci	95:18	95:19	+ 3	0.81
Feb 18	np	95:25	95:26	+ 4	0.77
May 18	ci	95:04	95:05	+ 3	0.80
May 18	bp	95:11	95:12	+ 2	0.81
May 18	np	95:16	95:18	+ 4	0.78
Aug 18	ci	94:26	94:28	+ 2	0.87
Aug 18	np	95:04	95:06	+ 3	0.81
Nov 18	ci	94:11	94:13	+ 2	0.91
Nov 18	bp	94:20	94:22	+ 3	0.87
Nov 18	np	94:20	94:22	+ 4	0.87

Maturity	Type	Bid	Asked	Wkly Chg.	Ask Yld.
Feb 19	ci	93:30	93:31	+ 4	0.94
Feb 19	bp	94:06	94:08	+ 4	0.90
May 19	ci	93:11	93:13	+ 4	1.00
Aug 19	ci	92:28	92:30	+ 5	1.04
Aug 19	bp	93:06	93:08	+ 5	0.99
Nov 19	ci	92:08	92:10	+ 6	1.10
Feb 20	ci	91:19	91:21	+ 10	1.15
Feb 20	bp	91:28	91:30	+ 8	1.11
May 20	ci	91:01	91:03	+ 12	1.19
May 20	bp	91:10	91:12	+ 10	1.15
Aug 20	ci	90:12	90:14	+ 13	1.25
Aug 20	bp	90:21	90:24	+ 11	1.21
Nov 20	ci	89:25	89:28	+ 13	1.29
Feb 21	ci	88:28	88:30	+ 11	1.37
Feb 21	bp	89:10	89:12	+ 10	1.31
May 21	ci	88:06	88:08	+ 13	1.42
May 21	bp	88:20	88:22	+ 12	1.36
Aug 21	ci	87:17	87:19	+ 13	1.46
Aug 21	bp	87:30	88:01	+ 12	1.41
Nov 21	ci	86:28	86:31	+ 15	1.50
Nov 21	bp	87:10	87:13	+ 14	1.45
Feb 22	ci	86:06	86:08	+ 14	1.55
Feb 22	np	86:19	86:21		1.50
May 22	ci	85:17	85:20	+ 16	1.59
Aug 22	ci	84:28	84:31	+ 17	1.62
Aug 22	bp	85:14	85:16	+ 17	1.56
Nov 22	ci	84:04	84:06	+ 18	1.67
Nov 22	bp	84:21	84:24	+ 17	1.61
Feb 23	ci	83:12	83:14	+ 19	1.72
Feb 23	bp	83:30	84:01	+ 18	1.65
May 23	ci	82:21	82:24	+ 19	1.76
Aug 23	ci	81:28	81:30	+ 19	1.80
Aug 23	bp	82:12	82:15	+ 19	1.75
Nov 23	ci	81:05	81:08	+ 20	1.84
Feb 24	ci	80:15	80:18	+ 21	1.87
May 24	ci	79:23	79:26	+ 21	1.91
Aug 24	ci	78:31	79:02	+ 22	1.95
Nov 24	ci	78:08	78:11	+ 24	1.99
Nov 24	bp	78:29	79:00	+ 24	1.92
Feb 25	ci	77:16	77:19	+ 25	2.03
Feb 25	bp	78:06	78:09	+ 25	1.96
May 25	ci	76:24	76:28	+ 26	2.06
Aug 25	ci	76:01	76:04	+ 27	2.10
Aug 25	bp	76:28	76:31	+ 27	2.01
Nov 25	ci	75:06	75:10	+ 28	2.14
Feb 26	ci	74:16	74:19	+ 29	2.17
Feb 26	bp	75:16	75:19	+ 29	2.07
May 26	ci	73:27	73:30	+ 29	2.19
Aug 26	ci	73:07	73:10	+ 30	2.22
Aug 26	bp	74:08	74:11	+ 30	2.12
Nov 26	ci	72:19	72:23	+ 30	2.24
Nov 26	bp	73:18	73:21	+ 30	2.14
Feb 27	ci	72:00	72:04	+ 31	2.26
Feb 27	bp	72:30	73:01	+ 31	2.17
May 27	ci	71:13	71:16	+ 30	2.27
Aug 27	ci	70:24	70:28	+ 31	2.30
Aug 27	bp	71:24	71:27	+ 31	2.20
Nov 27	ci	70:03	70:06	+ 32	2.32
Nov 27	bp	71:03	71:07	+ 31	2.23
Feb 28	ci	69:18	69:21	+ 32	2.33
May 28	ci	69:00	69:04	+ 32	2.35
Aug 28	ci	68:14	68:18	+ 32	2.36
Aug 28	bp	69:18	69:22	+ 32	2.26
Nov 28	ci	67:28	68:00	+ 31	2.38
Nov 28	bp	68:31	69:03	+ 31	2.28
Feb 29	ci	67:10	67:13	+ 31	2.39
Feb 29	bp	68:13	68:17	+ 32	2.29
May 29	ci	66:24	66:27	+ 31	2.41
Aug 29	ci	66:06	66:09	+ 31	2.42
Aug 29	bp	67:12	67:16	+ 32	2.31
Nov 29	ci	65:21	65:25	+ 32	2.43
Feb 30	ci	65:05	65:09	+ 32	2.44
May 30	ci	64:19	64:22	+ 32	2.46

Maturity	Type	Bid	Asked	Wkly Chg.	Ask Yld.
May 30	bp	65:31	66:03	+ 33	2.34
Aug 30	ci	64:01	64:04	+ 32	2.47
Nov 30	ci	63:15	63:19	+ 32	2.49
Feb 31	ci	62:28	63:00	+ 32	2.50
Feb 31	bp	64:18	64:22	+ 33	2.36
May 31	ci	62:09	62:13	+ 33	2.52
Aug 31	ci	61:23	61:27	+ 33	2.53
Nov 31	ci	61:05	61:09	+ 32	2.55
Feb 32	ci	60:20	60:24	+ 33	2.56
May 32	ci	60:04	60:08	+ 34	2.57
Aug 32	ci	59:20	59:24	+ 34	2.58
Nov 32	ci	59:04	59:08	+ 34	2.59
Feb 33	ci	58:20	58:24	+ 34	2.60
May 33	ci	58:04	58:08	+ 34	2.61
Aug 33	ci	57:20	57:24	+ 35	2.62
Nov 33	ci	57:04	57:08	+ 35	2.63
Feb 34	ci	56:20	56:24	+ 35	2.64
May 34	ci	56:05	56:09	+ 36	2.65
Aug 34	ci	55:23	55:27	+ 36	2.66
Nov 34	ci	55:09	55:13	+ 36	2.66
Feb 35	ci	54:27	54:31	+ 36	2.67
May 35	ci	54:13	54:17	+ 35	2.67
Aug 35	ci	53:31	54:03	+ 35	2.68
Nov 35	ci	53:18	53:22	+ 36	2.68
Feb 36	ci	53:04	53:08	+ 35	2.69
Feb 36	bp	54:20	54:24	+ 36	2.57
May 36	ci	52:23	52:27	+ 35	2.69
Aug 36	ci	52:10	52:14	+ 35	2.70
Nov 36	ci	51:30	52:02	+ 35	2.70
Feb 37	ci	51:17	51:21	+ 36	2.70
Feb 37	bp	52:29	53:01	+ 36	2.60
May 37	ci	51:04	51:08	+ 36	2.71
May 37	bp	52:17	52:21	+ 38	2.60
Aug 37	ci	50:23	50:27	+ 36	2.71
Nov 37	ci	50:10	50:14	+ 36	2.72
Feb 38	ci	49:29	50:02	+ 36	2.72
Feb 38	bp	51:05	51:09	+ 38	2.61
May 38	ci	49:18	49:22	+ 36	2.73
May 38	bp	50:26	50:30	+ 38	2.63
Aug 38	ci	49:05	49:09	+ 37	2.73
Nov 38	ci	48:25	48:29	+ 37	2.73
Feb 39	ci	48:13	48:17	+ 37	2.74
Feb 39	bp	49:14	49:18	+ 39	2.66
May 39	ci	48:01	48:05	+ 38	2.74
May 39	bp	49:03	49:07	+ 39	2.66
Aug 39	ci	47:22	47:26	+ 38	2.74
Aug 39	bp	48:22	48:27	+ 39	2.66
Nov 39	ci	47:10	47:14	+ 38	2.75
Nov 39	bp	48:07	48:11	+ 39	2.66
Feb 40	ci	46:31	47:03	+ 39	2.75
Feb 40	bp	47:26	47:30	+ 38	2.66
May 40	bp	47:10	47:14	+ 38	2.70
May 40	ci	46:20	46:24	+ 38	2.75
Aug 40	ci	46:08	46:12	+ 38	2.75
Aug 40	bp	46:26	46:30	+ 37	2.71
Nov 40	bp	48:14	48:18	+ 38	2.72
Feb 41	ci	45:16	45:20	+ 36	2.76
Feb 41	bp	46:02	46:06	+ 37	2.72
May 41	ci	45:04	45:08	+ 37	2.77
May 41	bp	45:10	45:24	+ 38	2.73
Aug 41	ci	44:23	44:27		2.78
Aug 41	bp	45:03	45:07		2.75
Nov 41	ci	44:12	44:16		2.78
Nov 41	bp	44:20	44:24		2.76
Feb 42	ci	43:31	44:03		2.79
Feb 42	bp	44:07	44:12	+ 35	2.77
May 42	ci	43:19	43:24		2.79
May 42	bp	43:28	44:00	+ 35	2.77

INFLATION-INDEXED TREASURY SECURITIES

Rate	Mat.	Bid/Asked	Chg.	*Yld.	Accr. Prin.
3.000	07/12	100-00/00	—	1.584	1279
0.625	04/13	100-10/10	+ 1	0.200	1068
1.875	07/13	102-18/19	—	-0.886	1252
2.000	01/14	104-00/01	—	-0.882	1244
1.250	04/14	103-15/16	+ 1	-0.730	1066
2.000	07/14	106-05/06	+ 2	-1.050	1220
1.625	01/15	106-20/22	—	-0.994	1204
0.500	04/15	104-07/08	—	-1.016	1061
1.875	07/15	109-06/08	+ 1	-1.140	1182
2.000	01/16	111-06/07	—	-1.130	1158
0.125	04/16	104-20/22	—	-1.095	1041
2.500	07/16	115-01/04	—	-1.173	1138
2.375	01/17	116-02/05	+ 1	-1.110	1140
0.125	04/17	106-08/11	+ 3	-1.186	1012
2.625	07/17	118-18/21	+ 2	-1.177	1109
1.625	01/18	115-03/05	+ 6	-1.045	1097
1.375	07/18	115-07/10	+ 8	-1.084	1066
2.125	01/19	120-24/27	+ 9	-0.872	1071
1.875	07/19	120-24/29	+ 11	-0.993	1077
1.375	01/20	117-12/16	+ 10	-0.876	1063
1.250	07/20	117-11/15	+ 11	-0.853	1064
1.125	01/21	116-12/16	+ 13	-0.750	1051
0.625	07/21	112-23/28	+ 16	-0.750	1020
0.125	01/22	107-08/12	+ 17	-0.627	1016
2.375	01/25	134-13/20	+ 33	-0.334	1220
2.000	01/26	130-21/29	+ 38	-0.248	1158
2.375	01/27	137-23/31	+ 44	-0.203	1140
1.750	01/28	129-30/06	+ 46	-0.116	1097
3.625	04/28	158-10/19	+ 51	-0.072	1421
2.500	01/29	142-27/05	+ 55	-0.084	1071
3.875	04/29	166-00/11	+ 58	-0.062	1388
3.375	04/32	166-12/24	+ 69	-0.003	1295
2.125	02/40	147-02/15	+ 93	0.295	1064
2.125	02/41	148-30/14	+ 97	0.316	1060
0.750	02/42	110-08/20	+ 80	0.371	1017

*Yld. to maturity on accrued principal.

例如，通货膨胀在较长的时间内发生的可能性会比在较短的时间内发生可能性更大。并且，我们知道，随着时间的流逝，通货膨胀会侵蚀任何投资的价值。因此，当这一情况发生时，投资者发生了实际的价值损失，而借款人则从中受益。换句话说，借款者会用更便宜的钱偿还他们的债务，但是投资者收到的钱的价值比他们原来借出的钱少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

长期国债被认为是风险最低的长期债券。长期国债的收益率是其他长期利率(如按揭抵押利率)的制定基础。这就使得许多人,从普通房主到老道的投资者,都对长期国债非常敏感。

在1998年至2000年期间,美国出现预算盈余,财政部真正开始偿还债务,并首先从长期债券开始。他们开始购买并收回长期政府债券。美国财政部和联邦储备局的分析师们实际上已经开始考虑"如果"我们付清整个联邦债务会出现什么情况的问题。美国财政部随后宣布暂停发行任何额外的30年期债券。2000年后,情况发生了变化,美国财政重回赤字,但禁令持续了4½年。在过去十年的中期,财政部重新发行了长期债券。

在长期国债暂停发行时期,10年期债券成为长期国债,人气大大增加,分担了一部分原本由长期国债承担的负担。其结果是10年期国债继续获得比以往更多的关注,与30年期债券一起成为现在的领头羊。10年期国债的收益率在2012年下降到2%以下并在年中站稳1.4%颇具新闻价值,这表明世界各地对长期国债需求很大,长期信贷成本比以往任何时候都低。金融媒体对这一事态发展的炒作促使我在2012年秋季询问我的学生,即,10年期债券收益率已经下降到2%以下是不是足以令他们兴奋。我发现,他们中的大部分人并没有特别的开窍。

直到2013年中期,当美联储可能很快结束其宽松的货币政策使得利率再次上升的问题开始浮出水面,10年期国债收益率才爬回到2%的上方。

其他期限的工具似乎也在市场上吸引了一些特定的投资者。我记得在20世纪70年代末的时候被邀请参加财政部的一个庆祝推出2年期票据的派对。财政部长站在一张桌子上,拿着一杯香槟,大声喊道:"让我们听听这2年期票据吧!"我情不自禁地认为这个派对与我先前参加的一些派对不同。现在,这个票据很受欢迎。这是期限最短的附息债券,是一个对联邦储备政策预期非常敏感的工具。

零息债券和本息分离债券

零息债券和本息分离债券是最近美国国债发展中的一部分。这些工具起始于投资者将附息债券的息票剥离后单独进行销售。零息债券,现在就以这种方式发售,没有规定的利息。它们以折价出售,在到期时以面值赎回——国库券始终遵循与此相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

同的方式。这些工具的收益率追踪着具有相似期限的市场利率。

再次，请看《巴伦》的表中(第 189 页)2042 年 5 月到期或从 2012 年 7 月 16 日起，29 年 10.5 个月到期的零息债券。如果你以卖出价买入，将为债券支付 4 400 美金，如果持有到期，你的收益率是 2.77%。你会赚不到利息，但会在到期时收到本金 10 000 美元。

本息分离债券没有本金，并且以利息支付流的贴现值出售。请看《巴伦》的表中 2042 年 5 月到期的本息分离债券。如果你以卖出价买入，你将为接下来的 29 年 10.5 个月的利息支付流支付 4 275.00 美元。没有涉及本金，你的收益率为 2.79%，这是市场利率。

虽然没有任何关于企业发行人不能提供它们的原因，市场中的零息债券和本息分离债券实际上仅限于国债。

现金管理票据

最近几年发行的国债中还有另一种类型的证券，即现金管理票据。当出于某些原因，国债余额较低以及国库券、票据和债券等的正常周转不能提供足够的现金时，现金管理票据就派上了用场。它们也以折价出售，如国库券一样，但可以按照财政部制定的任何天数发行，通常不超过 21 天。

预发行证券

有一种混合证券为“预发行”证券，此类证券在国债领域尤其多。这是证券交易商在国债实际发行前出售国债的一种做法。一旦即将到来的国债发行被正式宣布，这一市场的交易就开始了。市场上对交易的结算是在实际证券发行当天进行的。

我们在讨论预发行市场时就不能不提到一家不再存在的著名投资银行——所罗门兄弟。为了将新发行的国债在所有交易商之间公平的分配，财政部根据他们的经验，对每家交易商所能获得新发行证券的比例进行了限制。美联储在他们最初发行的基础上拍卖这些证券，并为财政部监控这一过程。在 1993 年 5 月销售新发行的 2 年期票据时，因为在预发行市场超卖，所罗门兄弟以其他交易商的名义伪造了投标书，希望因此而获得更大的份额。这严重违反了财政部的规定。在这种情况下，所罗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

门应当在证券发行后的二级市场上买入证券以了结超卖头寸。但是这要花更大的代价。所罗门首先企图掩盖这一事实，但最后被迫歇业。该公司被以沃伦·巴菲特为首的新投资者接管并转售。它首先与美邦合并成为摩根大通的一部分。摩根大通将其剥离给摩根斯坦利。所罗门的名字被弃用。

与所罗门崩溃相关的名字是公司当时的管理者约翰·麦瑞威瑟。他的名字后来又出现在1998年美国最大的对冲基金倒闭事件中。金融媒体把他描述为少数几个在5年内为两个重大金融灾难负责的人。

公司债

最后，我们将比较国债和公司债。我们考察第135页《巴伦》表格中2042年6月1日到期、票面利率为4.5%的联合技术的附息公司债券。如果你以最后一个价格11 446.40美元买进并持有到期，你将获得3.696%的收益，在其剩余存续期内，你将获得13 443.75美元的利息。这一收益率低于规定的票面利率，这是因为在发行日期到2012年7月16日这一时期债券价格上涨。因此，你已经支付了债券溢价，从而降低了你的收益率。该表显示，联合技术债券在二级市场上的流通金额大约为2.167亿美元。

为了进行比较，我们看看高收益（垃圾）债券表。例如，表中的ATP油气。深度贴水反映了公司的财务困境。你为10 000美元面值的债券支付4 450美元，这一债券在不到3年的期限内到期。如果你持有到期，你会得到一个51.32%的年收益率（如果它能偿付）。此外，你将获得5 550美元的本金收益。它仍然是一场赌博。

请注意，企业债表中显示了对企业债与最可比美国国债的收益率之差的估计。这被称为“风险溢价”，一种衡量企业债与可比国债的风险程度的指标。联合科技债券，29年10.5个月后到期，属于投资级；它的收益率比30年期国债收益率高出112个基点——这是一个较小的利差。ATP油气债券，2年9.5个月后到期，收益率比3年期国债高出5 097个基点，几乎达到51%。这一债券很显然是垃圾债券。然而，需要记住的是，债券持有人在破产程序中处于一个优先地位。这些表格揭示了这些上市公司财务状况的很多信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Investment Grade Corporate Bonds and High-yield (Junk) Corporate Bonds

From *Barron's*, July 16, 2012

CORPORATE BONDS

For the week ending Friday, July 13, 2012
Forty most active fixed-coupon corporate bonds

COMPANY (TICKER)	COUPON	MATURITY	LAST PRICE	LAST YIELD	**EST SPREAD	UST†	EST $ VOL (000's)
Goldman Sachs Group (GS)	5.750	Jan 24, 2022	108.309	4.659	316	10	740,513
Anheuser-Busch Inbev Worldwide (ABIBB)	2.500	Jul 15, 2022	100.786	2.411	92	10	708,807
Community Health Systems (CYH)	7.125	Jul 15, 2020	102.250	6.663	516	10	582,245
Sumitomo Mitsui Banking (SUMIBK)	1.800	Jul 18, 2017	100.103	1.778	115	5	489,200
Sumitomo Mitsui Banking (SUMIBK)	3.200	Jul 18, 2022	100.057	3.193	169	10	419,690
Anheuser-Busch Inbev Worldwide (ABIBB)	1.375	Jul 15, 2017	100.207	1.332	71	5	386,005
Anheuser-Busch Inbev Worldwide (ABIBB)	3.750	Jul 15, 2042	102.496	3.613	105	30	346,297
Citigroup (C)	4.500	Jan 14, 2022 -	104.857	3.883	238	10	306,567
Sumitomo Mitsui Banking (SUMIBK)	1.350	Jul 18, 2015	100.404	1.212	86	3	282,850
General Electric Capital (GE)	2.300	Apr 27, 2017	101.459	1.978	135	5	265,752
Citigroup (C)	4.450	Jan 10, 2017	105.586	3.104	247	5	253,191
Primerica (PRI)	4.750	Jul 15, 2022	102.813	4.399	290	10	246,922
JPMorgan Chase (JPM)	3.150	Jul 05, 2016	104.019	2.087	146	5	242,347
Telefonica Emisiones Sau (TELEFO)	5.462	Feb 16, 2021	91.563	6.774	527	10	237,631
JPMorgan Chase (JPM)	4.500	Jan 24, 2022	110.084	3.259	176	10	236,524
Occidental Petroleum (OXY)	2.700	Feb 15, 2023	103.243	2.344	84	10	233,126
Goldman Sachs Group (GS)	6.750	Oct 01, 2037	101.496	6.626	405	30	232,248
United Technologies (UTX)	4.500	Jun 01, 2042	114.464	3.696	112	30	216,712
Telefonica Emisiones Sau (TELEFO)	4.949	Jan 15, 2015	98.000	5.623	548	3	204,742
Time Warner (TWX)	4.900	Jun 15, 2042	107.085	4.468	190	30	203,665
Goldman Sachs Group (GS)	3.625	Feb 07, 2016	101.420	3.199	257	5	197,296
General Electric Capital (GE)	1.625	Jul 02, 2015	100.756	1.363	102	3	195,506
Morgan Stanley (MS)	4.750	Mar 22, 2017	100.627	4.598	397	5	194,758
Anheuser-Busch Inbev Worldwide (ABIBB)	.800	Jul 15, 2015	100.094	0.768	42	3	188,705
Morgan Stanley (MS)	5.750	Jan 25, 2021	101.389	5.543	405	10	186,445
Hewlett-Packard Co (HPQ)	2.600	Sep 15, 2017	100.110	2.577	195	5	184,351
Bank Of America (BAC)	3.875	Mar 22, 2017	103.493	3.067	244	5	181,831
Nippon Telegraph And Telephone (NTT)	1.400	Jul 18, 2017	100.419	1.313	69	5	180,490
Bank Of America (BAC)	5.700	Jan 24, 2022	112.965	4.045	256	10	179,640
Cabot (CBT)	3.700	Jul 15, 2022	101.743	3.492	200	10	178,000
Rabobank Nederland (RABOBK)	3.875	Feb 08, 2022	103.316	3.464	197	10	174,254
Morgan Stanley (MS)	5.500	Jul 28, 2021	101.411	5.301	380	10	172,839
Westlake Chemical (WLK)	3.600	Jul 15, 2022	99.767	3.628	212	10	166,770
Telefonica Emisiones Sau* (TELEFO)	5.877	Jul 15, 2019	94.063	6.984	549	10	165,315
Target (TGT)	4.000	Jul 01, 2042	103.120	3.824	125	30	161,886
Monsanto Co (MON)	3.600	Jul 15, 2042	101.755	3.504	93	30	158,450
AT&T (T)	3.000	Feb 15, 2022	104.633	2.454	96	10	152,474
Wells Fargo (WFC)	2.100	May 08, 2017	101.369	1.801	117	5	150,949
Telefonica Emisiones Sau (TELEFO)	3.729	Apr 27, 2015	94.000	6.110	576	3	142,255
Lloyds TSB Bank (LLOYDS)	4.200	Mar 28, 2017	104.000	3.273	265	5	141,067

Volume represents total volume for each issue; price/yield data are for trades of $1 million and greater. * Denotes a security whose last round lot trade did not take place on the last business day prior to publication. ** Estimated spreads, in basis points (100 basis points is one percentage point), over the 2, 5, 10 or 30-year hot run Treasury note/bond. 2-year: 0.250 06/14; 5-year: 0.750 06/17; 10-year: 1.750 05/22; 30-year: 3.125 02/42. †Comparable U.S. Treasury issue.

Source: MarketAxess Corporate BondTicker - www.bondticker.com

HIGH-YIELD BONDS

Friday, July 13, 2012
Ten most active fixed-coupon high-yield, or "junk", corporate bonds

COMPANY (TICKER)	COUPON	MATURITY	LAST PRICE	LAST YIELD	**EST SPREAD	UST†	EST VOL (000's)
Supervalu (SVU)	8.000	May 01, 2016	82.500	14.112	1349	5	401,252
Patriot Coal (PCX)	8.250	Apr 30, 2018	41.765	30.050	2942	5	241,239
Supervalu (SVU)	7.500	Nov 15, 2014	91.750	11.640	1140	2	237,852
Community Health Systems (CYH)	8.000	Nov 15, 2019	107.125	6.397	491	10	227,230
Community Health Systems (CYH)	7.125	Jul 15, 2020	102.250	6.663	516	10	218,015
Navistar International (NAV)	8.250	Nov 01, 2021	92.000	9.565	808	10	211,277
Chrysler Group LLC (CHRYGR)	8.250	Jun 15, 2021	103.250	7.634	613	10	160,686
ATP Oil & Gas (ATPG)	11.875	May 01, 2015	44.500	51.320	5097	3	157,679
New Albertsons (SVU)	7.250	May 01, 2013	97.550	10.548	n.a.	2	155,166
Goldman Sachs Capital II (GS)	5.793	Jun 01, 2043	70.250	8.529	596	30	142,084

Volume represents total volume for the market; price/yield data are for trades of $100,000 and greater. * Denotes a security whose last round lot trade did not take place on the last business day prior to publication. ** Estimated spreads, in basis points (100 basis points is one percentage point), over the 2, 5, 10 or 30-year hot run Treasury note/bond. 2-year: 0.250 06/14; 5-year: 0.750 06/17; 10-year: 1.750 05/22.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可赎回，可转换和合成可转换债券

公司债券也可以可赎回、可转换或合成可转换的形式发行。可赎回债券在发行时规定发行人可以在到期日之前的特定日期清偿债券。可转换债券在发行时规定可以用公司的股票对其进行偿付，这仍然处于发行人的自由裁量之下。起源于近年的合成可转换债，在发行时就达成了一种谅解，即可以用股票但是不一定是自家股票对其进行偿付。例如，我拥有家得宝的债券，但是被用同等价值的星巴克股票偿付。最后一种技术在 20 世纪 90 年代末被高科技公司广泛使用。当然，买家在购买债券时完全了解这些规定。

大型、高效和高流动性的二级市场的存在使得投资者不再顾虑将证券持有到期。投资者知道，一旦他们需要流动性或看到盈利机会，他们可以瞬间清仓。许多证券被各种信托基金，退休基金，共同基金和其他机构管理的基金持有。此类基金的管理者经常在二级市场交易，以期为各自的客户获得最佳的回报。由于所有市场的利率水平普遍较低，这个任务在最近几年已经变得越来越困难。

投资银行在并购中的作用

投资银行的另一个作用就是处理兼并与收购事务，包括前面与垃圾债券一起简单讨论过的杠杆收购。投资银行与收购方就取得另一家公司的控制权或全部股权签订合同。这通常涉及发行新股去交换被收购方的发行在外的股票或发行债券购买这些股票。这些工具可能成为收购后或合并后公司的债务。正如我们之前提到的那样，垃圾债通常用于这一目的，但是出于这一目的而发行的任何债券的质量将取决于收购方的信用品质。

如果买家必须为股票支付高额的溢价，那么收购后公司的债务负担会十分沉重以至于未来不能盈利。1988—1989 年的 RJR 纳贝斯克就是这样的一个案例。公司 CEO，罗斯・约翰逊，因为觉得无聊而试图收购公司，也就是将公司私有化。购买所有股票预计耗资大约 200 亿美元，创下当时杠杆收购的最高纪录(Burrough，1989)。

代表约翰逊等管理层的投资银行希尔森・莱曼和代表试图买下公司并替换约翰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

逊在内的管理团队的柯尔伯·格卡弗思·罗伯茨(KKR)公司的投资银行之间形成了激烈的竞争。这变成了投资银行之间的狂热。最后，KKR 相当于每股 108 美元的报价被接受，而约翰逊每股 109 美元的价格因其计划拆除公司以及其他的一些因素被拒绝。当时的市场价格大约为 80 美元，为了收购这些股票，KKR 的债务水平必须高达 250 亿美元。

这项交易的现金流是如此之大，随着资金在系统中呼啸而过，美国的货币供应量统计数据显示了暂时性的激增。KKR 出售证券所得的资金暂时存在银行，然后冲入市场购买 RJR-纳贝斯克的现有股票。由此而造成的银行准备金的急剧下降造成了联邦基金利率超过 150 个基点的短暂飙升。RJR-纳贝斯克最终无法还清债务，随后经过一些结构性的变化，它发行了新的股权并重新成为一家上市公司。

投资银行也可能站在围栏的另一边帮助企业抵御收购。投资银行将帮助设计“毒丸”并为其提供融资，“毒丸”有时也被称为股东保护计划，是一种对敌意收购的防御措施。“毒丸”就是向现有股东发行一种权利，该权利使得现有股东在收购方买入股票超过一个指定水平时，如 15%—20%，就可以按照极低的价格获得额外的股票。但是这使得收购方获得足够的股票以接管公司的难度更大。它们还可以帮助实施法律改变，如股票的表决权，以防止在考虑合并时新的股东发声。投资银行通常是所有金融机构中最具侵略性的，它们将在篱笆的两边寻找业务机会。

信贷定价：伦敦银行同业拆借利率

银行是如何知道贷款应该收取的利率，或投资银行如何确定新发行的债券的利率的？在自由市场体系中，竞争的力量也同样适用于此。在一个特定的市场内，资金的供给和需求最终决定了价格——利率。

世界各地的银团贷款通常是在伦敦银行同业拆借利率(LIBOR)之上加上或减去一些利差来进行定价。伦敦银行同业拆借利率是基准利率，贷款机构将根据贷款发放时的竞争情况，围绕基准利率进行调整。这是一笔浮动利率贷款，其实际金额支付将在具体约定的时间间隔内根据伦敦银行同业拆借利率的变化而调整。例如，如果在一个给定的日期，1 年期伦敦银行同业拆借利率是 1.069%(见第 45 页表)以及出借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

人提供伦敦银行同业拆借利率加 300 个基点的贷款，借款人将为贷款支付 4.069%的利息。借贷双方也可以同意，每六个月调整 1 次利率。比方说，在六个月后，伦敦银行同业拆借利率是 1.345%。因此借款人将按 4.345%的利率支付。该方法也适用于新发行的债券或票据。

还有其他常用的基准利率。在美国，对贷款或债券定价就是在美国基准利率或国债收益率的基础上加上或减去一个利差。但是，在最近几年，随着伦敦银行同业拆借利率在全球越来越受欢迎，这一基准在美国的使用也在增加。《华尔街日报》指出，“伦敦银行同业拆借利率是从美国的可调利率抵押贷款到全球企业的巨型浮动贷款的重要基准。”①据估计，在世界范围内有 35 万亿美元的合同使用了这一基准。

伦敦银行同业拆借利率开始用于早期伦敦欧洲美元市场的美元同业贷款。这是一个由各家银行根据其向其他银行贷款的意愿而确定的单独的银行利率。但是，同时它也是一个由英国银行家协会根据 18 家银行愿意从其他银行获得或向其提供贷款利率中，去掉最高的四个利率和去掉四个最低的四个利率后所计算的未经加权平均利率，这是一个发布利率。各家银行的利率则紧密围绕这一公布率。然而，正如华尔街日报评论指出的那样，其适用性远远超过同业拆借。

在前面讨论的斯盖特与蒙特利尔银行的案例中，牵头行(斯盖特)为参与行蒙特利尔银行的确定的银团参与价格是 LIBOR+50 个基点。蒙特利尔银行讨价还价最后达成一致为 LIBOR+58 个基点，这对于 2 400 万美元的贷款而言，每年的区别只有 19 200 美元。

相比之下，美国的基础利率是美国十大银行中至少 70%公司贷款的基准利率。它也由各银行自行设置，但全部都是聚集在公布的利率周围。在美国，通常在宣布货币政策的变化时，银行将竞相争夺成为首家宣布基础利率变化的银行——无论是上升或下降，这取决于货币政策的方向。随后，通常会发生其他银行跟进形成统一战线的情况。然而，有时会出现个别银行操之过急宣布基础利率变化而不被跟进的情况。在这种情况下，宣布改变的银行通常都会回到原来的利率，因为其他银行还没

① 华尔街日报，2007 年 9 月 5 日，第三部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有准备好。

欧盟另一个日益获得关注的基准利率就是欧元伦敦银行同业拆借利率(Euribor)(见第 45 页表)。这一利率是由欧洲银行联合会根据 57 家银行的样本,去掉欧元贷款中利率最高的 9 家和最低的 9 家后计算得到。许多大型欧洲银行现在使用欧元银行同业拆借利率作为基准利率。

2012 年中,关于伦敦银行同业拆借利率的真实性的丑闻震动了金融界。在正常情况下,伦敦银行同业拆借利率在某种程度上是可预测的,它倾向于追踪美国联邦基金利率。几年以来,有谣言称伦敦银行同业拆借利率偏离了轨道,人们怀疑它受到了操纵。2012 年 7 月,巴克莱银行承认曾向英国银行家协会(BBA)提交了错误的信息,并指出其他银行也干过同样的事情。由于 2007 年爆发的金融危机,银行发现他们不得不支付更高的利率贷款,他们不想让世人发现这个事实,因为它能反映银行的不利财务状况。因此,他们在提交给 BBA 报告中用了较低的利率,这种做法的集体效应就是大大低估了伦敦银行同业拆借利率。监管机构正在考虑进行民事和刑事指控,议会进行了听证会;巴克莱银行的最高管理层已经被迫退出,银行已支付了 4.516 亿美元与英国和美国当局和解;①中央银行都感到非常尴尬。这种情况对世界金融界的整体影响无法确定。投资者对收入的损失感到愤怒,这些指责仍在继续。如果任何人有关于伦敦银行同业拆借利率的全球意义的疑虑,这一事件已经把这些疑虑扫到一边。

债券收益率曲线

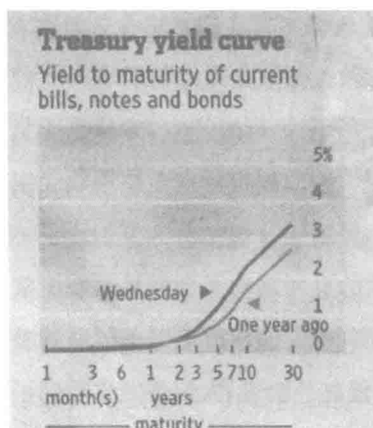
国债收益率曲线显示从 30 天的国库券到长达 30 年的债券之间的国债收益率,或当前市场利率之间的关系。见下图。

典型的收益率曲线向上倾斜,反映了早前所提到的“货币的时间价值”现象。收益率曲线显示了许多影响经济的因素——货币政策、市场状况、通货膨胀预期、经济增长前景,以及联邦预算赤字的显著变化等。试图了解经济中金融领域发生了什么

---

① 华尔街日报,2012 年 7 月 17 日,第 C—2 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



国债收益率曲线（摘自华尔街日报，2013 年 6 月 13 日）

是分析师研究一段时间内收益率曲线的一个主要原因。

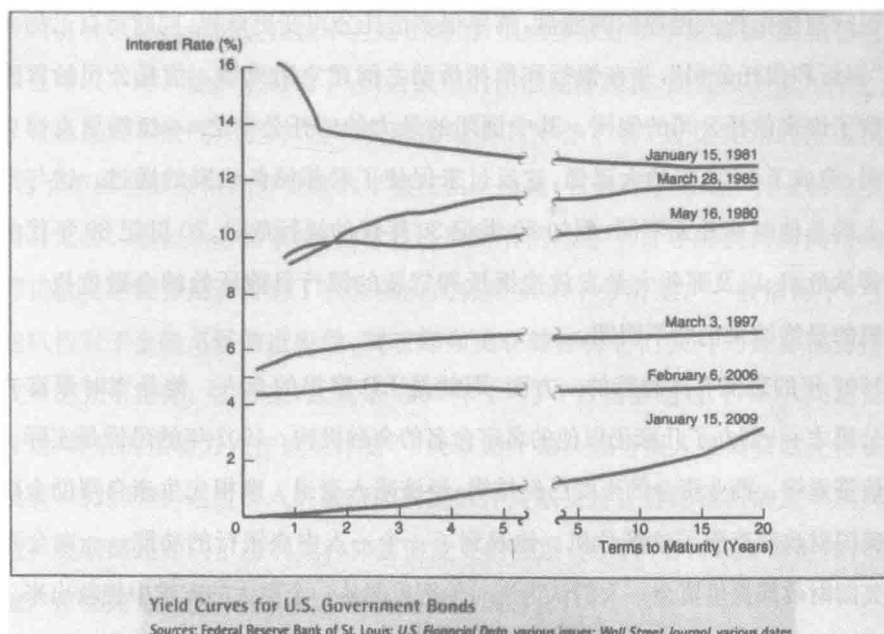
例如，上图所示的收益率曲线显示了 2013 年 6 月 12 日，1 个月期到 1 年期的短期票据的收益率实际上几乎为零。收益率从这一点上升到了 30 年期债券的3.37%。该图还显示了一年之前具有类似的模式，只是两年期以上的债券收益率略低。这两条曲线都反映了近年来因为美联储刺激经济的努力而形成的向下压力。但是两条曲线之间的差异显示了在过去一年中两年以上的债券的收益率的上升，这是由于市场预期到经济复苏以及货币政策收紧。长期债券的收益率最为敏感，在过去一年中，已经上涨了 50 个基点。值得注意的是，另一个领头羊 10 年期国债的收益率已经上升到了 2.21%。收益率的上升也意味着二级市场债券价格的下跌。

从下一页的图中可以比较其他时点不同经济状况下的情况。①例如，1981 年 1 月 15 日的曲线，就是所谓的“反转收益率曲线”，短期收益率高于长期收益率。这条曲线反映了当时美联储为了抑制通货膨胀而追求极度紧缩的货币政策，提高了短期债券的收益率造成收益率曲线的反转。1985 年 3 月 28 日的曲线显示，在资金紧张结束后，经济恢复适度增长，收益率曲线恢复到一个更正常的形态。

另一个值得注意的日期是 2006 年 2 月 6 日，最近的金融危机爆发之前的一年半。由于担心通货膨胀，美联储正在收紧政策。它将联邦基金利率提高到 5.25%，而其他市场利率则紧随其后，产生了一个“平坦的收益率曲线”，而 2009 年 1 月 15 日的曲线则是美联储采取宽松政策应对衰退后的一年多一点的形态。这条曲线显示了一种更为正常的形状，反映了短期利率接近于零的事实，但它并不像当前的收益率曲线一样沿水平轴保持平坦。

① 该图摘自 Mishkin(2010)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



Yield Curves for U.S. Government Bonds
Sources: Federal Reserve Bank of St. Louis; *U.S. Financial Data*, various issues; *Wall Street Journal*, various dates.

选定日期的国债收益率曲线

对上面两个图中的收益率曲线进行分析所得到的一个不可回避的结论是：美国国债在全球市场经受了考验。尽管一直有外国投资者和外国央行希望抛售美元资产的谣言，但美国国债市场没有溃败。事实是，他们不能这样做，因为倾销证券的损失太大了。除此之外，除了纯粹的政治问题，没有任何一种激励机制会使得他们这样做，因为(美元资产是)安全的避风港论点仍然盛行。尽管有许多问题，美国的金融系统让人充满信心，外国投资者显然相信他们的资金投资美元证券更安全。

关于信托公司的一个注解：1907 年的恐慌

信托公司在传统的管理客户资产的理念下进行经营，在历史上是一类非常重要的机构。在 20 世纪之交，银行和信托分别是独立的机构。信托公司处理公司和个人的信托，为客户管理金融资产。除了信托公司自身，它的有些功能已经成为对冲基金，股票基金等的业务领域。在 20 世纪早期，信托公司开始羡慕银行的利润，逐渐开始进入传统的银行业务。当时法律没有将银行和信托分开。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

银行抱怨信托入侵他们的地盘，结果很多信托公司变更章程，同时将自己的名字改为“银行和信托公司”，并在银行和信托活动之间建立防火墙。信托公司的冒险行为导致了许多信托公司的倒闭。其中倒闭的最大的信托公司之一，纽约尼克博克信托公司，造成了1907年的大恐慌，这反过来促使了联邦储备法案的通过。这与美国历史上的其他时期并无不同，例如20世纪30年代的银行危机、20世纪80年代的储蓄和贷款危机、以及那些大量发放按揭抵押贷款的银行目前所处的金融危机——这场危机的最终结果仍然不明朗。

1907年的恐慌有其独特的一方面，那就是J.P.摩根的介入。他是当时最富有的美国公民之一，创办了几家仍以他的名字命名的金融机构。1907年的恐慌是实际上是一个信贷紧缩。商业资金的来源已经枯竭，经济陷入衰退。摩根先生亲自帮助金融机构和美国财政部克服了这场危机。他起到了一个一人中央银行的功能——向金融机构和美国财政部提供资金。人们认为当时他把美国从一个更大的灾难中挽救出来。这次大恐慌对于国会和公众而言是个警醒，这个国家不能再像金融领域依靠J.P.摩根一样依靠个人去拯救。这就推动了一个当时正在进行的讨论——建立一个中央银行。

房利美和房地美的问题

许多人是在2008年才开始意识到联邦国民抵押贷款协会(房利美)和联邦住房贷款按揭公司(房地美)所扮演的重要角色的。很明显，两者助长了房地产泡沫并导致了抵押贷款市场的崩溃。这些机构成立时就是作为联邦政府的机构协助开展住房金融。在以后的岁月里，他们被私有化，股票被出售给公众。他们不是银行，那么他们是什么?

这些机构通过向银行、按揭公司和其他贷款机构购买抵押贷款，保证住房市场的流动性。通常情况下，他们将抵押贷款证券化为抵押贷款支持债券向包括机构投资者，银行和个人的公众出售。它们确实非常有效地达成了成立他们的目的。随着2007年低迷前房价的上涨，成为房主的欲望开始喧嚣。这为当地产市场的扩张火上浇油，人们以为这种增长将持续下去，房价不可能下降。甚至当美联储主席艾伦·格林斯潘被问及这一狂热的扩张可能会导致什么问题的时候，他评论说，自大萧条以来我们并没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

有看到房价下降。虽然这在技术上是正确的，但大多数经济学家都知道，价格可以上升和也可以下降。他后来后悔了，因为这句话使他显得天真，而且很不受人待见。

在最近的不景气开始时，房利美和房地美共持有了 5.3 万亿美元的按揭抵押贷款，占了美国全部按揭抵押贷款的半壁江山。因此，它们对于房地产行业的重要性是显而易见的。在公众心目中，他们对自己所持有的这些半官方的机构所发行的按揭抵押贷款支持证券是否得到了联邦政府的保障从未十分清楚。一般情况下，考虑到这些机构对于金融市场的重要性，财政部和美联储都将它们发行的证券视为得到联邦政府的完全担保。实际上，这就是 2008 年 10 月 3 日国会通过 TARP(问题资产救助计划)背后的推动力。在这项计划下，美联储开始从银行买入按揭贷款支持证券作为投资，与此同时，通过买入大量持有按揭抵押贷款支持证券的银行的股票向其注入资金。美联储还购买了房利美和弗雷迪麦克的股票，使得两者得以继续运转，以避免房地产市场完全崩溃。这实际上是将其部分国有化。

鉴于房地产泡沫破裂所带来的金融灾难，国会里出现了关于如何处理这些机构的不同声音——完全国有化，重新私有化，或将其关闭以及用其他实体来取而代之。《经济学人》杂志对这些麻烦一针见血地指出，我们已经成功的将利润私有化，而将风险国有化。

国会中较为保守的国会议员主张彻底废除联邦对房地产的担保，这将意味着取消房利美和房地美。一个更温和的观点认为，为了维持房地产市场的流动性，联邦政府需要发挥一定程度的作用。然而，后一个想法，仍然留下了一个问题，即取代房利美和房地美的这个实体应该是公共的还是私有的——或者是私有化的、但在一定程度上得到了政府的担保或支持。对以往经历的不满是如此之高，要找到一个解决方案很成问题。要解决这一问题还有很长的路要走。

参考文献

1. Smith RC, Walter I(2003) *Global banking*, 2nd edn. Oxford University Press, New York, p.431.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2. Burrough B，Helyar J(1989) *Barbarians at the gate：the fall of RJR-Nabisco*. Harper & Row，New York.
3. Mayer M(1993) *Nightmare on Wall Street*. Simon and Shuster，New York.
4. Mishkin FS(2010) *The economics of money，banking and financial markets*，9th edn. AddisonWesley，Boston.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 9 章

什么出了差错，我们为解决它做了什么？金融危机年表

正如我们在一开始所提到的，美国金融业一直受到管理不善、不道德行为、贪婪、腐败、过度和滥用、欺诈和其他直接的犯罪行为的影响。虽然该行业遭受了这样一些严重的打击，但它并没有被摧毁。事实上，人们希望立法者、决策者和公众都能从这些事件中吸取教训。在最后的分析中，这一行业已经在他们的努力下有所增强。

因此回顾过去二十到三十年的一些情况并考察其对金融行业的影响是非常有意义的。

赫斯塔银行的倒闭

这家德国银行的倒闭是由于支付系统的风险导致的。这是一个由时区引起的风险。银行在马克—美元交易过程中倒闭。德国当局在德国当天工作日结束时关闭赫斯塔，而此时正是纽约工作日的开始。这一天是星期五。许多银行已经向赫斯塔银行付款或发送证券，并预期从它这里收到款项或证券。赫斯塔是一家重要的清算银行。

例如，大通银行需要支付赫斯塔银行 5 000 万美元，但是一旦他们知道赫斯塔倒闭之后就会选择保留这笔资金。已经同意在线向赫斯塔支付的银行开始担心他们不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

能收到预期的对价,例如其他货币和证券。因此,他们停止了他们的交易,一切都在这个周末冻结。美联储必须联系纽约清算所的所有成员,以确保他们与德国政府达成协议,将资金进行有序的清算。

这一事件为整个行业提供了一个关于结算风险的严重警告。赫斯特事件的经验迫使整个银行界改善其系统。电子资金转账,包括证券簿记转账,现在都通过联邦转账系统在一个瞬时的"总清算"的基础上进行清算。美联储为其许可接入该转账系统的任何金融机构提供清算担保。这是前面所讨论过的联邦安全网的一部分。这一事件所代表的支付风险现在仍被称为"赫斯塔风险"。

1984年大陆伊利诺斯银行危机

近年来最先倒闭的大银行之一是芝加哥的大陆伊利诺斯银行。正是该行的倒闭使得监管者形成了"大到不能倒"的概念。经过一系列的管理失误,如草率承销、没有做足够的尽职调查、贷款组合未能分散化,这家美国排名前十的银行使自己卷入一些巨额贷款,特别是石油和天然气领域的贷款之中。有人了解到,大陆伊利诺斯拥有超过400个较小的其他银行的账户,监管机构担心所有这些银行将与大陆伊利诺斯银行一起倒闭,造成金融部门的系统性风险。在这一压力之下,美国联邦存款保险公司还清了所有储户的存款,包括那些超过10万美元上限的存款。国会对这一行动的愤怒最终导致通过法案禁止超过法定上限进行赔付。正如我们已经提到的,在2008年,这一赔付上限提高到了25万美元。

2010年的多德—弗兰克法案禁止在未来的银行危机中,利用"大到不能倒"这一原则让纳税人为其买单。相反,该法案将任何担保损失造成的成本改由金融行业自身承担。对这一规定的实施还在争论中。但是,可以安全地说,在1984年没人预期到会出现几万亿美元的机构。未来的政策将更强调怎样防止机构滑向"大到不能倒"的深渊。

1990—2005年的日本金融危机

日本经济泡沫破灭于1990年,而到2005年左右经济还没有完全恢复。由于过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时的银行规管和政策，它仍在挣扎之中。日本上世纪 90 年代通常被称为“失落的十年”。1990 年，其他亚洲国家购买了日本 40%的出口，但到了 21 世纪，这一比例已经下降到 11.5%。

日本政府对行将倒闭的机构提供家长式的支撑，并且拒绝像多数其他国家的监管者一样注销损失承认现实。因此，大量未确认倒闭的银行尽管在财务上已经死亡，但仍在政府的支持下开门营业。

日本试图让日元贬值以扩大出口来复苏经济。这没有起作用。与此同时，日本的债务持续增长，今天达到了 GDP 的 200%。日本的经济困境是造成这十年中晚些时期发生的东南亚金融危机的重要原因。今天，日本仍然需要处理因按揭抵押贷款相关的世界性危机的溢出效应所造成的经济困难，但是在新首相安倍的领导下，在 2013 年开始采取 20 年前就应该采取的措施。人们对这些行动能否促进经济复苏谨慎乐观。

1995 年的国际信贷商业银行金融丑闻

最令人震惊的丑闻发生在国际信贷商业银行(BCCI)，这是一个总部位于卢森堡的银行，该行在几个欧洲国家和美国有分行。它的问题源于国际监管标准的逐渐失效。卢森堡有一个宽松的监管体制，而 BCCI 所在的其他国家忽略了这一点。该行大肆参与洗钱，支持世界各地的毒品贸易和武器贸易。当问题被揭露时，该行使得美国、英国和欧洲其他国家的中央银行非常尴尬。

这一丑闻唤醒了世界各地监管机构对监管体系空白的关注，并促使中央银行意识到需要对那些在多个国家设立分行，附属机构或子公司的银行的监管进行国际合作。现在，几乎所有的中央银行都被他们的同行们赋予了进入对方国家检查在自己的边界以外开展业务的银行的事务。这使得监管规则更加标准化。

自这件事以来，跨国银行业务已大幅增长。因此，美联储不再允许在美国法律下批准任何外国银行收购美国银行，除非它可以证明在其本国受到了充分的监管。举例来说，这条规则就被应用在中国工商银行收购东亚银行的美国业务上，后者被视为一家美国银行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1995 年巴林银行倒闭

巴林银行的倒闭是第一次归咎于衍生产品的重大危机。巴林是最古老和最受尊敬的英国银行之一，其办事处遍布全球。它开始迷恋衍生品市场，交易衍生合约并充当向其他购买衍生合约管理风险的交易方的交易对手。巴林将这一操作指派给一个年轻的交易员，尼克·李森，他似乎在这一领域为银行赚了很多钱。

银行的高级管理人员不明白他在做什么，却给了他无限的权力来使用银行的资金进行交易。然而，李森却在期货市场超越了审慎交易的原则，使得银行深陷其中而最终倒闭。他在使用客户资金上超过了法定上限，最后被判有期徒刑。一部流行电影，就是以其为原型拍摄。

巴林危机是对银行业的另一个警告，即，衍生品市场风险巨大；同时，也惊动监管机构，使其注意到了许多银行在没有足够的知识的情况下从事此类交易的事实。在巴林危机以后的几年中，尤其是抵押贷款危机期间，发生了一些类似的情况——这表明这一行业从这一事件中并没有得到多少教训。

1997—1998 年的东南亚金融危机

危机开始于泰国，后来转移到印度尼西亚、新加坡、菲律宾并最终打击了韩国和中国。而且，它使得经济问题缠身的日本雪上加霜。这一组国家对对外贸易的严重依赖意味着这将产生一个全球性的或者至少是跨国性的影响。但是，由于早期已经关注到这一问题并采取了防御措施，危机对北美和欧洲的影响微乎其微。

1997 年夏天之前，亚洲经济体基本上是健康的，并且在迅速增长。它们吸引了大量的外国投资，而且利率很高，可以保持资金持续流入。但这些国家的政府投资比例很高。银行被迫大量向政府发起的项目发放贷款。这些银行不足以承受沉重的政治压力，而且腐败现象非常明显。例如，为印度尼西亚前总统苏哈托家族服务的项目最终导致了他的下台。许多项目都不是很好，如果履行了恰当的承销程序，这些项目也将会判断为不良项目。这就意味着，由于官僚干预，竞争性的市场没有做出适当的信贷分配决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

钱是现成的。由于大量的资本流入，这些国家流动性充裕。这种冒冒失失把钱存在高收益的地方，让人想起了20世纪70年代末80年代初的“第三世界债务危机”，在那次危机中，巨大的流动性增加与“石油美元”，也就是石油输出国组织手中的美元紧密相联。这一记忆应当在东南亚危机开始时就亮起红灯。

随着东南亚的项目不能偿还贷款而违约，必然的后果形成了。其结果是银行倒闭，而当银行倒闭时，货币开始承压。投机者开始掌控局面，危机开始蔓延。有几位分析师早在1994年就指出了这一潜在危机，因为他们看到了资本快速流入这些国家。1996年底泰国首先开始出现问题，外国投资者感到出了问题，开始从该国抽回资金。“拿了钱就跑”的哲学开始起作用。从这里，我们可以看到资本自由流动所带来的不利影响。

泰国提高了利率，在通常情况下，这是吸引更多的外国资本的正确举动，但这不足以抵消资本外逃。因此，泰国货币不得不贬值，这是通过中央银行提高为其他货币愿意支付的价格实现的。在这总情形下，这通常被认为是中央银行已经绝望的一个举动。传染效应发生了，东南亚国家货币开始竞相贬值。有几个国家把自己的货币盯住美元，而为了维持这种联系关系，必须允许货币贬值。

在危机之前，这一地区又一波“美元化”运动，即这一地区对自己的货币疲软感到紧张的国家纷纷将它们的货币通常以固定汇率——尽管有时是随意的——盯住美元或其他相对稳定的货币。这一举动往往是为了对抗通胀，并且有时也很有效，如在许多拉丁美洲和南美国家一样。这是一个单方面的行动，美国没有什么可以说的。然而，它的最终成功取决于该国能否获得足够的美元以保持储备，以支持他们所确定的货币的汇率。历史学家尼尔·弗格森指出，“将货币盯住单一商品或其他货币的困难是，决策者们被迫在资本自由流动和独立的国家货币政策之间选择。他们不能同时做到两者”(Ferguson，2008)。

尽管经济强劲，市场更稳定，但也有人担心香港会受到影响。因此，当香港恒生(股票)指数在1997年10月下跌时，这场危机被公认为是整个亚洲问题。关于中国政府将令人民币贬值的持续传言使得人们对香港的紧张不安更加增强，人民币贬值将给中国所有邻国带来其他问题。但中国政府做了一个令人惊讶的举动，承诺人民币不贬值，它实际上还通过购买港币进行干预以支持香港特区。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

自1983年以来，香港采用了一种“联系汇率制”。在“联系汇率制”下，港币与一个以美元计价的储备基金(货币、债券及其他金融资产等)联系在一起。由于中央政府的帮助，在危机中香港因其实力较强而经受住了危机的冲击，从而避免了像其他经济体一样令港币贬值或者自由浮动的后果。这些问题最终波及韩国，该地区除中国之外最大的经济体受到了危机的影响。

中国在东南亚危机中所起的作用很有趣。2003年，中国不同寻常地将人民币盯住了美元。这伤害了其他国家向中国销售商品的能力，但中国显然已经做出了这一举动以保持其自身的出口价格竞争力。美国对此十分反对，并一直敦促中国放开汇率政策。盯住美元意味着人民币被低估，让它浮动意味着它将上升，从而中国的出口将更昂贵。中国不希望看到这样的事情发生。然而，经过长达五年多的谈判，在2010年中期中国在世界的压力下做出了让步。但是，它只是提高了盯住的水平，而不是让它浮动，甚至今天它还是拒绝允许人民币浮动。其结果是，大多数国家在与中国的贸易中持续出现赤字。

1998年俄罗斯金融危机

随着亚洲金融危机在1998年达到顶峰，关于俄罗斯将出现问题的传闻越来越大。但在当年的6月，高盛以一个(对俄罗斯而言)适度的12%年利率为俄罗斯政府出售了12.5亿美元的欧洲债券。这条消息使投资者相信俄罗斯的经济正在好转，高盛很快就卖掉了这次发行的证券。然而，一群“从不睡觉的交易者”却开始相信这一切都不像看上去那么美的信号。最后，在8月17日，俄罗斯对其外债违约。它只是宣布它宁愿用卢布支付给俄罗斯工人也不要支付给西方的债券持有人。

这一冲击在亚洲危机最严重的时候发生，使得亚洲的问题更为恶化。美国再次成为唯一的避风港，美国国债市场出现飙升。与此同时，美国和欧洲的中央银行开始采取防御性措施。联邦基金利率和贴现率在1998年9月到11月之间三次降低。这一举措与当时应该采取的货币政策相左，因为当时美国经济正蓬勃发展。对通货膨胀的关注开始出现，货币政策紧缩已经摆上议程。1998年的举动对于亚洲或俄罗斯的情况是否有效存在争议，但是至少这些政策行动发出我们要保护经济免受金融危

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

机的传染效应影响的信号。

华尔街每日引用一句古老的格言，“核大国不违约”。油价下跌，损害了俄罗斯的出口；俄罗斯股市下跌了75%，短期利率达到200%。世界坐等卢布贬值。

具有讽刺意味的是，这一情况并没有像其他金融市场一样在美国得到充分报道，因为它正好与总统克林顿承认与白宫实习生有染同时发生，后者占据了媒体的头版。

1998年对冲基金和长期资本管理公司崩溃

之前我们已经提到过长期资本管理公司(LTCM)，它在20世纪90年代后期带来了另一场金融危机。LTCM是一家对冲基金——接受通常是非常大的投资、实际上可以投资于基金经理所选择的任何领域的一类私人金融机构。对冲基金在概念上是类似于共同基金，但它们曾经完全不受监管（直到最近）。对冲基金的特点是保密性很高，投资也很高级——尤其是投资策略只有他们自己知道。

仅这些特征并不一定会使对冲基金成为金融系统的威胁，在很多人的想法中确实如此。然而，当他们的活动变得如此之大，他们做出的决策就会在一个市场，或者在几个市场导致系统性风险，他们就会成为一个潜在的危险。这就是发生在长期资本管理公司身上的事情。

这种类型的机构被称为对冲基金，因为在理论上，它将通过伴随交易所产生的盈利对冲任何给定交易的损失。最初的想法是由投资者艾尔弗雷德·温斯洛·琼斯在1949提出的，即为该基金购买的每一个金融工具，它会卖空另一个金融工具。当然，这一策略并不一定像最初那样得到遵照执行。

我们考察LTCM的一个真实交易案例(Lowenstein, 2000)。公司买入10亿美元的30年期国债；它从银行借入10亿美元。与此同时，它卖空具有相同到期期限的30年期国债；他从交易商处借入债券。它把买入的债券借给交易商，并从交易商处获得现金作为抵押品。因此，没有花费一分钱，它的资产负债表上就有了20亿美元的现金。它会选择特别的个券，因为它们之间有12个基点的利差；它所买入的收益率较高，卖空的债券收益率较低。

因此，它将从它所购买的债券获得收入，向从交易商处所借入卖空的债券支付成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

本,并因此而获得 12 个基点的利润。12 个基点看上去是一个非常微小的差异,但是记住,在 10 亿美元面值的基础上,这个利差意味着每年 120 万美元的利润。此外,请记住,LTCM 购买和出售了几百亿面值的此类工具。因为两个债券的到期日相同,它们可以在到期日时互换,或者随时清算。如果市场没有高度的流动性,这样操作是不可能的,因为除非交易能快速完成巨额交易,否则他们将无利可图。

LTCM 非比寻常是因为它的规模。因为资产价值下降,它在 1998 年 9 月陷入财务困境。此前一个月俄罗斯的拒付是引发资产价值下降的扳机。LTCM 的投资规模是如此之大,杠杆率是如此之高,以至于在问题出现时,它的倒闭几乎不可避免。该基金不得不面临用其资产抵补负债的现状,而此时资产的总价值作为抵押品已经出现不足。它将不得不把所有的持仓全部抛售以承担债务,而市场知道,即便这样也是不够的。因此当务之急是,由于长期资本管理公司规模巨大,强行平仓会破坏金融市场并形成系统性风险。这对向经纪商和交易商提供资金的银行而言意味着巨大的麻烦,更不用说那些投资在 LTCM 和贷款给它的银行了。例如,LTCM 在其倒闭之前,金融资产总头寸高达 900 亿美元。它的资本已经下降到了只有总资产的 0.6%。

虽然它对对冲基金没有责任或监管职能,纽约联邦储备银行决定在其"未明确"的职责范围内采取行动以稳定和保护金融市场。他们认为,并且多德—弗兰克法案自此确认,任何潜在的系统性风险都是中央银行的职责范围。它没有使用美国联邦储备法案第 13 节(3)条款,相反的,它找到 14 家私人银行,说服他们组成财团借款给 LTCM 使其能够覆盖它的头寸。其结果是,根据与贷款银行的协议,LTCM 的所有者们被踢出,并损失了 90%的价值。因其对其竞争对手的傲慢态度和它的高度保密的操作,该公司在金融界极度不受欢迎,许多观察家和市场参与者认为,他们本应该损失 100%。

LTCM 的情况具有讽刺意味的是,它的董事会中有两名诺贝尔经济学奖获得者,迈伦·斯科尔斯和罗伯特·默顿,他们开发了"一种确定衍生产品价值的新方法",这也是书名《当天才失败时》的由来。在这本书中他们被称为天才,他们为 LTCM 提供建议。另一个具有讽刺意味情况是,这是五年内由一个华尔街大亨所主导的第二个金融灾难,这人就是我们前面提到过的约翰·麦瑞威瑟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2002年安然局势

由于许多衍生合同性质模糊且复杂，在对它们的利用中，出现了触及道德极限的例子。这中间就包括了安然的例子。

自2000年8月到2001年5月，安然从花旗集团获得了12亿美元的贷款。花旗集团想对冲这一风险，这表明该公司知道安然公司可能存在财务困境。花旗集团设立了一个信托基金，该信托公司向投资者发行了14亿美元的证券。投资者从这些证券上面获得在市场上很有竞争力的稳定回报。然而，投资者必须同意，如果安然停止偿还花旗银行的贷款，银行将停止支付投资者的回报，保留投资者的本金，并向投资者发行安然的证券。因此，花旗有效地将所有风险转移给了投资者。花旗出售的证券被称为“信用挂钩票据”，是一种信用衍生产品。

据推测，投资者知道他们购买的是什么，但许多人否认了这一说法。信用挂钩票据支付7.37%的收益率，因为安然还拥有穆迪给出的Baa1投资级评级。信托在向投资者出售这些票据时说道，“票据受到与安然的普通债券相同的信用风险”。

除了信用挂钩票据，花旗还进一步安排了48亿美元的贷款，摩根大通安排了37亿美元的贷款给安然。这些都被安然记为销售收入，而不是贷款。这些交易使得安然的现金流和利润翻倍，并且低估了债务总额的40%。安然的财务报表完全是虚构的。

安然公司使用的一种叫做预付互换的衍生技术帮助其将从同一银行获得的账面价值39亿美元贷款移出表外。由于贴上了互换而不是贷款的标签，信用评级机构并没有对债务的增加有所警觉。澄清一下，互换是一个光明正大的协议，双方将一段时间内的投资收益进行交换。然而，在这种情况下，不仅没有交换任何支付，银行像贷款一样在前期履行了全部义务，公司将在后来偿还。这具有一个贷款的所有特征，这实际上也是一笔贷款而不是一个互换。据称这是安然最严重的违规之一。事实上，大量的债务并没有显示在其资产负债表中，这造成其信用评级要远高于它本来的水平。

这一系列的交易产生了许多问题，不仅仅关乎安然，也关乎涉案的银行。例如，这些银行对安然的会计处理方式有多少了解？国会听证会后的事实表明，银行不仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

知道,而且帮助安然规划了这一策略,甚至试图把这一策略兜售给其他公司。另一个问题是,如果花旗集团知道了安然的真正信用状况,花旗集团是否会利用其做为一个受到广泛信任的投资银行的身份向公众出售这些票据?既然它有权力做尽职调查,为什么它不知道这一点?为什么它没有因此受到严重的惩罚?

关于安然丑闻的另一个重要事实是,它的审计师事务所安达信没有揭发任何这些惊人的欺骗行为。这显然是会计花招,安达信因此而被迫停业。这些例子代表了一些可以想象到的最无耻的利益冲突——这恰恰是 1933 年通过的格拉斯—斯蒂格尔法所要防止的。具有讽刺意味的是,他们竟然在 GLB 通过后这么快就发生,该法案取消大部分格拉斯—斯蒂格尔法条款。

2000—2002 年互联网公司危机

上世纪 90 年代,许多新公司开始在互联网上经营,提供各种产品和服务。于是,"互联网公司"的术语横空出世。这些公司只需很少的初始资金,经常在车库,阁楼中经营。他们中的许多人受到比尔·盖茨的鼓舞,中间有一些人获得了成功。他们通过首次公开发行或其他的筹资技术开始公众化,许多人购买这些公司的证券,把他们的股票价格炒上了天。当 2000 年初经济开始掉头向下时,一些公司发现自己在走下坡路。虽然有些公司,如谷歌和雅虎取得了成功,他们中的大部分实际上面临破产。这对纳斯达克交易所打击特别大,因为它专门为高科技公司上市挂牌。紧随经济衰退之后,纳斯达克交易所的市值损失大约为 7 万亿美元。

经济衰退的复苏特别缓慢,但经济却没有恢复,只是在准备自己面对随后的次贷危机。直到 2013 年,经济仍深陷困境。

2007—2012 年次贷危机和相关的衰退

这一事件已成美国历史上除了 20 世纪 30 年代大萧条之外的最严重的经济危机。它源于信贷标准和融资不可持续的宽松政策,这助长了之前房地产业的扩张造成失衡并最终导致经济衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

2007年8月第一次出现了危机发生的明显证据，按揭抵押贷款和按揭抵押贷款支持证券开始出现大量违约。住房市场正在形成泡沫的警讯可以至少追溯到2005年。利率开始上升，住房所有者开始无法偿还贷款。许多抵押贷款成为不良贷款。然而，房价以前所未有的速度上升，而购房者涌入市场买入住房，有时甚至购入多处物业以尽可能多负债，他们全部基于价格上涨不会停止的假设，他们可以在任何时间带着丰厚的利润出售这些物业。这个假设推翻了所有的经济理论和实践的逻辑，正如我们所看到的，房价在这场崩溃中猛跌。

在人们问起这场危机时，第一个问题是：我们是如何被转入这个危机的？这是谁的过错？尽管问题非常简单，但这些都是重要的问题，因为它们的答案揭示了我们必须做哪些事情以防止再发生这样的灾难。①

当我们试图回答第一个问题时，首先看一下房利美和房地美在这次危机中扮演的角色。他们认为房价永远不会下跌，从而火上浇油助长了泡沫。其次，银行趁着这一势头，越来越多地发放抵押贷款，为了做到这一点，他们开始降低贷款标准。竞争从而转变成贪婪，银行开始向没有资信的借款人发放贷款，并且知道这些人没有能力偿还贷款。

然而，银行对此并不关心，因为他们知道可以出售贷款，恢复其流动性并摆脱信贷风险。因此，他们在这场游戏中没有共担风险。房利美和房地美以及其他许多机构投资者都从银行购买贷款。这纯粹是道德风险。

此外，因为对银行业疏于监管，监管机构，尤其是美联储和美国证监会在这一事件上串通一气。一些批评人士说，美联储在两点上是有罪的。首先，它在互联网公司危机之后的2002年至2004年期间，将利率保持在低水平上太长时间。有人认为，这为贷款机构提供了流动性，助长了房地产泡沫。其次，它没有运用其监管权力采取行动，通过更高的资本金要求对银行施加更严格的贷款限制以降低损失的影响。美联储和美国证券交易委员会因为在这些方面都没有采取适当的监管，必须负很大的责任。

第一次试图控制这个问题是美联储在2007年9月降低贴现率并在下一个月降

① 关于官员们在危机开始时是如何处理这些问题的，详见Paulson(2010)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

低了联邦基金目标利率。后来纾缓信贷情况进一步的举措是通过降息和其他手段向银行系统和金融市场注入流动性,这持续到 2009 年。我们第 3 章讨论的定期拍卖机制是一个以每月 5 000 亿美元的速度增进整个市场流动性的激进举措,这持续到 2010 年初。这些经济刺激努力收到了多大成效值得商榷,但大多数经济学家认为这相当糟糕。

危机的代价是巨大的。一些银行和其他金融机构倒闭,这中间包括了曾是世界上最大的保险公司 AIG。此外,也出现了许多非金融企业破产,包括三大汽车制造商中的两家,他们在财政部的帮助下,摆脱了破产状态。从经济衰退开始到 2010 年 7 月,住宅抵押贷款的损失已达到 3 700 亿美元,并且由于金融机构继续持有违约的按揭抵押贷款,未来损失可能更高。人力成本是经济下滑的最严重后果之一,失业率达到了劳动人口的 10.5%。虽然从经济衰退的谷底以来失业率出现下降,但到 2013 年中,还处于 7.6%的水平,这是一个难以接受的高水平。

华尔街改革和消费者保护法案(多德—弗兰克法案)

经济衰退的严重性已经导致了改善对金融业的监管控制的压力,以防止这场灾难再次发生。为此国会在 2010 年 7 月通过了的多德——弗兰克法案。该法案的目的在于“提供金融监管改革,保护消费者和投资者,提高联邦对保险问题的理解,规范场外衍生品市场及其他目的”(McKinley, 2011, p.280)。法案非常广泛且详细,在这里只强调其要点。

首先,也可以说是最有名的是打破“大到不能倒”的定律的一些规定。这些规定并没有改变仍有机构足够大,以至于它们的倒闭会导致系统性中断和混乱,包括其他机构的倒闭、无法交易清算、市场功能遭到干扰或中断的现实。它只是说明机构走向倒闭的话将被允许倒闭,无论大小及相互联系程度。这项法律中的差异是,倒闭的成本将不会像过去一样由纳税人承担,而将是金融行业自身的责任。

法案(214 节)将通过资产销售,扣除向债权人的支付或对行业进行专项评估等提供覆盖未来金融危机的基金。国会在辩论并通过这个法案的几个月恰逢 BIS 的巴塞尔协议 III 提案也在进行中,我们前面已经指出该提案显著提高了对银行的资本金要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

求。国会起草多德—弗兰克法案的银行委员会知道巴塞尔协议 III 提案，并考虑未来银行应有更多的资本以应对金融危机。这是我们在第 6 章所讨论到的，巴塞尔协议 III 要求将保护缓冲当成普通股权的一部分的目的。除了这些具体规定，法案授权美联储在有必要的情况下进一步增加对机构的资本金要求（第 112 和 171 节）。

另一个主要的条款是成立金融稳定监管委员会（FSOC），由财政部长主持，包括所有联邦金融监管机构的成员，该委员会负责识别和应对整个金融体系的风险（第 111—176 节）。

法案赋予美联储在 FSOC 要求下对非银行金融机构实行监管和制定标准的权力（第 113—115 和 161—176 节）。在最近这场危机中完全不受监管的众多非银行机构是金融体系的一个弱点，即便在它们的行为加剧了危机的破坏性影响时，也没有任何机构具有监管它们的权力。与此相关的是，法案赋予美联储额外的权利。如果美联储认为它们对金融稳定构成严重威胁，有权令其将特定的资产或持股剥离（第 121 和 165 节）。

此外，美国联邦存款保险公司有权解散具有系统重要性的金融机构，规定股东和无担保债权人将承担损失，管理层和董事会被将开除（第 201—217 节）。迄今为止，FDIC 不得不等到机构被特许机构（chartering authority）宣布破产之后才能采取行动。

法律禁止紧急贷款给个别机构或破产实体（第 1101—1103 节）。这是对使用第 13 节（3）的限制，那就是不能将个别实体单独挑选出来向其提供紧急贷款（如 AIG 案例），除非该实体属于一个能够被发放紧急贷款的“广泛的资格”的项目中的一家。在所有情况下，抵押物必须足以覆盖任何损失，如本案中一样（McKinley，2011，p.282）。

法案的另一条款就是采用了美联储前主席保罗·沃尔克所提出“沃尔克规则”，该规则了限制银行从事自营交易的能力。沃尔克担心的是，在危机期间银行利用储户的钱进行赌博式的过度交易，结果损失相当惨重。2012 年 6 月，摩根大通 60 亿美元的损失使得我们见识了此类交易的影响。监管机构在实施这一规定时所遇到问题是，要在满足客户需要以及为自己的资产博取收益同赌博之间画一条分界线非常困难。虽然这一问题仍没有解决，但这条规则实施的最后日期是 2014 年 7 月。

其他规定包括：要求衍生产品通过交易所进行交易，这将增加对该行业的监管程度；对冲基金，以前不受监管，将需要在美国证券交易委员会注册，提交投资行为报

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

告，并接受美国证券交易委员会的检查；成立一个新的消费者保护局，在美联储办公但不受美联储控制以保护消费者免受隐藏的费用、霸王条款和欺诈行为的伤害。最后，美国证券交易委员会成立了信用评级办公室以规范和监督评级机构，并试图解决利益冲突问题。到目前为止，尚未就这种冲突完成任何处理。

经济学家斯蒂格利茨指出，“多德—弗兰克法案代表了十家最大的银行与2亿希望对银行实行更严格监管的美国人之间一个经过仔细权衡的妥协”【5，第117页】。

参考文献

1. Ferguson N(2008) *The ascent of money: a financial history of the world*. Penguin Press, New York, p.58.
2. Lowenstein R(2000) *When genius failed*. Random House, New York, pp.44—45.
3. Paulson HM(2010) *On the brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*. The Hachette Book Group, New York.
4. McKinley V(2011) *Financing failure: a century of bailouts*. The Independent Institute, Oakland, CA.
5. Stiglitz JE(2012) *The price of inequality: how today's divided society endangers our future*. WW Norton, New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 10 章
为什么金融风险急剧增加，行业如何应对？

管理金融风险

我们在第 4 章简要地讨论了金融行业在贷款过程中出现的各种风险。其中最基本并且最普遍风险是信用风险。这是造成 2007—2012 年这场金融灾难的根本原因。对金融机构比较重要的其他风险有与利率变动相关联的市场风险和与货币价值变动相关的汇率风险。最后，在政府或其他主权实体不承认债务和拒绝偿还等罕见的情况下，存在国家风险，或政治风险。这种风险可以通过仔细分析和国家政治评估而在一定程度上得到控制。①因此，对风险的识别与测量，以及控制它的能力，是银行或非银行金融机构成功运作的基本要求。

银行拥有效控制信用风险的工具，如：通过良好的承销——仍然是最重要的手段；通过将贷款销售或证券化，通过贷款参与和银团贷款分摊风险等。正如我们所看到的，信用风险也可以通过信用衍生产品进行控制。对市场风险和外汇风险的控制经常用到衍生产品，如，远期、期货、期权和互换进行对冲。

在本章中，我们将考察一般金融机构和投资者是如何利用金融衍生工具控制风险的，同时也将考察金融机构参与衍生金融工具的其他方式。

---

① 见 Smith 和 Walter(2003)第 5 章，优秀的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

衍生产品的本质：价值在哪里？

金融衍生工具是一种契约，其价值是从基础金融工具，如债券、股票、货币等“衍生”出来的。银行或其他投资者经常购买衍生合同来控制自己的风险。如果他们出售合同管理别人(如银行客户)的风险，他们也就是衍生工具的卖方或交易商。在这种情况下，银行是对冲者的“对手方”。这是收费并承担别人的风险的一种业务。为衍生工具确定合适的价格或收费对于卖方而言是衍生商品业务中一个很棘手的问题，因为这一方需知道当发生损失时，损失金额出现在一个合理的范围的概率有多大。

考察一个银行作为衍生工具的买家的例子。一家美国银行可能在一年收回 100 万英镑的贷款。这就像我们在第 4 章所用的例子一样。银行可以签订一个一年后以今天的汇率兑换 100 万英镑的合约。这就保护了银行，避免任何使得在未来一年英镑价值下降的风险。这是一个一次性的，独特的，对双方有约束力的合约。

在这个例子中，合约的“名义”①价值是 100 万英镑。但是，这不是对卖家所承担风险的估计，因为真实的损失只是这一“名义”价值的一小部分或英镑价值下降的部分。换言之，假设英镑的价值归零是不现实的，在这种情况下，风险就是全部的 100 万英镑。因此，估计英镑可能下降的价值的能力是合约的卖家进行合理定价的重要因素。例如，目前的汇率是£1＝1.56 美元，而合同的卖方决定承担英镑将下跌到1.50 美元的风险。卖方在合约中设置了这一样一个“最低”数额。对于这 100 万英镑的合约，卖方实际的风险暴露为 6 000 美元。卖方必须决定承担这一年的风险所收取的费用。很显然，对于买家而言，一个完全开放的合约将会更为昂贵，而其是否可行也将取决于外汇市场的稳定性。

对全球衍生合约总的名义价值的估计众说纷纭。华尔街日报最近的估计为全世界共 583 万亿美元。②但是除了能够反映近年来衍生产品市场的增长之外，名义价值并不重要。

不幸的是，这些金融媒体引用这些混乱的名义价值估计来吓唬人，因为这些估计

---

① 在衍生品市场中，“名义”价值只是意味着衍生合约中所涉及的金融工具的总价值，而不论暴露于风险与否。

② 华尔街日报，2011 年 4 月 13 日，第 3 节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

可用作博人眼球的标题。但这很具误导性，因为这其中只有很少的一部分真正具有风险。BIS 最近的数据表明，涉险金额不到总的名义价值的 1%。

在上面的例子中，合约的卖方是对买方害怕英镑将下降的恐惧下注。卖方相信，英镑价值将保持不变或上升。如果英镑会升值，买方受到合同的约束，放弃英镑价值升高所带来的利润。但是，至少，买家得到了避免损失的保护。

期货

上面所解释的远期合同假定有互相抵消的需求的双方可以找到对方，并形成一个满足双方利益的合同。对这一概念的更为实际的延伸就是期货市场的形成。期货合约的买卖是通过交易所，如芝加哥交易所(CBT)和芝加哥商品交易所(CME)进行。因此，买家和卖家不知道对方。实际上，已经存在基于其他市场的金融工具的合约的二级市场。

利率期货

请看下表中 2012 年 7 月 19 日的外汇合约。[①]我们考察利率期货项目下的第一项，国债期货，这些期货在 CBT 交易，面值单位为 10 万美元。你会看到，该表列出了 9 月和 12 月结算的期货合约。我们在 9 月份这一行可以看到表中日期的开盘价、最高价、最低价和结算价(收盘价)以及未平仓合约张数。表中的合约的单位数总共相当于 62 236 400 000 美元。这个数字告诉你，国债期货市场是一个非常大且具有高度流动性的市场。

一个人，一家银行，或任何投资者买入 9 月合约可能需要支付收盘价，例如 150—300 或 150 937.50 美元[②]。这意味着买方有权在交割日 2012 年 9 月 21 日获得 100 000美元面值的国债。买方现在拥有该合约，他可以持有该合约直到交割日或在期间某一日在交易所出售它。买家被认为持有“长”仓。交易所要求此类合约的买卖

① 华尔街日报，2012 年 7 月 19 日，第 C—5 页。

② 又一次出现按 1/32 点报价的表，因此 30/32＝0.937 50。报价 1.509 375 乘以单位规模得到 150 937.50 美元。

The American Monetary System

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

双方提交一定的保证金，通常为合约价值的 2%，或者，在我们所考察的这种情况下，3 018.75 美元。换言之，买方不必拿出全部买入价，但如果市场上的价格剧烈波动，并在交割前大幅上升，交易所就可以发出“补充保证金通知”，要求买方放入额外的资金。我们可以很容易地看到，各类交易者都喜欢这个市场，是因为你可以操作大量的金钱而只需很少的保证金。在结算时，保证金会根据结算情况返还给买方和卖方。

Futures Contracts

From *The Wall Street Journal*, July 19, 2012

Futures Contracts

Metal & Petroleum Futures

Agriculture Futures

Currency Futures

Index Futures

Interest Rate Futures

[illegible]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

衍生产品市场的结算日期是由交易所设定在 3 月，6 月，9 月和 12 月的第三个星期五。有时，这些结算日在金融媒体中被称为"三巫"日，因为在这一天，期货，期权和互换都要进行结算。

现在考察在同一日期具有同样数量的合约的卖方的仓位。在九月份的结算日，卖方有义务交付 10 万美元面值的国债。卖方实际上可能拥有也可能不拥有债券，但是这并不重要。在任何情况下，卖方都是持有"短仓"。卖方可以持有这一仓位直至结算日，或者选择买入一个合约以抵消所出售的合约，交易所将对这两个合约进行清算。

让我们来看看买方和卖方在这项交易中的相对处境。如果卖方选择等到结算日，他或她有义务向交易所交付债券实物或等于结算日的购买价格金额的货币。如果买方等到交割日，他或她有权收到债券实物或等于其当日卖出价格的金额。然而，无论买方或卖方在技术上有什么义务，在绝大多数交易中，这样的事情从来没有发生过。取而代之的是，交易所只对各方在交易中所产生的损失和盈利的净额进行结算。

举例来说，假设你是买方，这意味着你押注国债价格上涨。你已经猜对了，单位价格上涨了 5 000 美元。交易所将向你支付这一金额。另一方面，在同一天，向你卖出你所买入的合约的一方下注国债价格将下降。卖方已经猜错，损失了 5 000 美元。因此，他或她将不得不向交易所支付 5 000 美元。这两个合同都被清算，保证金被退还，一方赚了 5 000 美元比原来更富有，而另一方则亏了 5 000 美元比原来更穷。一般而言，如果你是期货合约的买方，你就是赌标的工具的价值上升。如果你是卖方，你赌标的工具的价值将下降。

在本次交易中，买方和卖方在任何时点都没有实际持有这些债券。这些被下注的债券有自己的生活，他们在债券市场愉快的运行，丝毫不受期货市场的影响。两个市场之间唯一的联系就是债券市场中债券实物的价格与期货市场期货合约的价格会在结算日收敛于同一价格。归功于套利现象，这一现象几乎从无例外。两个市场的交易者促成了这种情况。史密斯和沃尔特解释如下：

"套利是同时购买和出售基本上相同的金融资产，以从两者之间的价格差异中获利。例如，如果 ABC 股票在纽交所的价格是 115 美元而在中西部股票交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

所(MSE)的价格是 114 美元,投资者可以通过在 MSE 购买股票的同时在纽交所卖出而获得 1 美元的无风险利润”(Smith and Walter, 2003, p.407)。

期货市场的交易者实际拥有所交易的物品是极为罕见的。他们只不过是对价格的变动下注。看一眼商品期货清单就解释了“为什么”。没有人想要在他们的门廊交付 40 000 磅瘦猪肉或 15 000 磅的橙汁。所以这促使他们采用其他的方式对他们的合约进行结算。

货币期货

我们已经讨论了国债期货。让我们看看其例子。请看货币期货之下的欧元期货。CME 上市的 9 月份和 12 月份结算的欧元期货每手为 125 000 欧元。欧元 12 月份的价格区间是 1.224 5 至 1.233 2。假如你以收盘价 1.228 8 购买了 2012 年 12 月结算的一个欧元合约。你为合约支付 153 600 美元,你赌欧元将相对于其他货币上升。一个类似合同的卖方是在押注欧元将下跌。2012 年 7 月 19 日,也就是表格所引用的日期,当天的欧元期货价格反映了欧洲当年所经历的经济困难。例如,1 年前欧元期货的收盘价为 1.432 0,显示了欧元 1 年前比现在更为光明的前景。假设合约的收盘价是 1.248 8。你的盈利是 2 500 美元,而那个类似合约的卖方则损失了相同的金额。

指数期货

前面两个例子都涉及一个可以实际购买和拥有的物品。然而,我们可以假设进入一个无形事物的期货合约,如指数期货。请看表中股指期货下的道·琼斯工业平均指数(DJIA)指数期货。CBT 提供了该指数期货的交易,指数每点 10 美元。7 月 19 日的股票指数区间是 12 688—12 870。如果你以 12 860 点的收盘价买入一张合约,你赌的是道·琼斯工业平均指数将上升。

即使你不能拥有一个指数,但是,人们可以通过买入或卖出期货合约而对冲指数所代表的任何价值的变动,在这个意义上,它们是非常有用的。指数期货很多,表中所提供的只是其中很少的一部分。如果你有一个股票组合,你找到一个大致可以跟踪你的股票价值的指数,这样你就可以通过卖出指数期货来对冲它们的价值。于是,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

如果你的股票价值下降,你的期货市场利润将大致抵消股票的实际损失。这有时被称为“宏观对冲”,银行和其他机构投资者经常使用这种方法。

期权

期权是最受欢迎的衍生工具之一,因为它们给交易者增添了灵活性。期权允许持有者有权在未来的某个日期按确定的价格买入或卖出一个金融工具或商品。认沽期权是未来出售一个项目的期权,而认购期权则是一个未来买入一个项目的期权。这个项目可能是一个金融工具,也有可能是另一个衍生合约,如期货合约。我们将考察一个这样的例子。期权有一项前端成本,这个成本是一个无论期权持有人行使期权与否都要付出的沉没成本。如果买方行使期权,期权合约的卖方有义务履行。

让我们考察一个这样的情形:一个投资者考虑购买一个金融工具的期货合约。但是,投资者并没有买入这个期货合约,而是决定购买一个认购期权,该期权给予他或她在未来 6 个月内的任何时间以给定价格,也就是以“行权价”买入期货合约的权力。例如,行权价为 10 万美元,投资者支付的期权成本是 2 000 美金。投资者可以等到6 个月之后的到期日才决定是否购买期货合约。如果期权到期日期货合约的价格是 10.5 万美元,期权持有人显然愿意行权买入期货合约,他或她会因此而马上获利 5 000 美元。但是,因为买入期权发生成本,他的净利只有 3 000 美元。如果期货合约的价格为 10.2 万美元或更低,期权持有人将不会行权而让其作废。该交易将花费期权持有人 2 000 美元的期权成本而并无更多。因此,使用期权可使投资者免受损失,而如果他们在一开始就已经购买了期货合约,他们会很容易蒙受损失。

我们换一个角度考察。如果投资者预期标的工具的价值将下降,并因此而考虑卖出期货合约,他或她可以考虑通过买入认沽期权而避免损失。例如,认沽期权的行权价同样为 10 万美元。然后,如果期货合约在期权的到期日的下跌超过期权 2 000 美元的成本,持有人可以行使期权并获利。如果期货价格上涨,期权持有者会选择让期权失效,而这一成本将被限制为 2 000 美元的期权价格。

再次,期权定价对于期权的卖出方而言是一个棘手的生意。在第一个例子中,如果看涨期权的持有者发现在期权的到期日期货合约的价格在已经上升了 10 000 美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

元，期权的卖方将不得不补足差价，这将抹掉先前出售期权所得到的 2 000 美元收入。

我们所考察的期货和期权例子表明，出售风险保护的一方更容易产生巨大的损失，经验表明在最近几年尤其如此。银行和其他金融机构经常扮演这个角色。对那些有能力判断风险和合理定价的机构而言，这是一个非常有利可图的生意，但对于那些不具备这些能力的机构，如巴林银行，来说，它会为其敲响丧钟。沃尔克规则要求对开展这一类业务三思而行。

信用衍生产品：信用违约互换

因为银行所面临的所有风险中，信用风险最为普遍，所以信用衍生产品，也被称为信用违约互换(CDS)对于银行来说，非常重要。这些工具实际上相当于银行贷款的保险单。这一机制将贷款的违约风险从银行转移给那些愿意收费并承担风险的第三方。银行并没有撤除相关资产，但摆脱了它们的信用风险。

这个市场起源于近代，并在过去的二十年中迅速增长。该行业基本上是不受管制，因此并没有记载其规模或增长的记录。德意志银行估计 2004 年这个市场的规模为 5.44 万亿美元。华尔街日报 2005 年 12 月 31 日估计的规模为 17 万亿美元。经济学人 2008 年 4 月 30 日估计约为 62 万亿美元。①由于行业自 2008 年以来蒙受损失，人们认为其规模已有所下降。

我们看看金融出版物中一个关于大通银行早期使用信用违约互换的例子。②一些投资者成立了一个信托；信托卖出 5 000 万美元的债券。信托向大通银行出售了一个覆盖大通银行账上 5 000 万美元贷款的 CDS。信托将资金投资于支付 5.4%的国债，并将这些国债作为对大通银行所做保证的担保。信托和大通银行后来做了一笔“总收益互换”，这意味着大通银行将把贷款总回报支付给信托。这一回报是 LIBOR+365 个基点。作为回报，大通银行从信托收到一个协商回报 LIBOR+125 个基点。两者之间 240 个基点的差异，或 5 000 万美元的 2.4%，是大通银行的信用保护成本。承担风险的信托公司的回报是 2.4%加上 5.4%的证券收益，或总收益为 7.8%。

---

① 经济学人，2008 年 4 月 30 日，第 399 卷。
② 机构投资者杂志，1997 年 12 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

但信托 5 000 万美元的资金足够可以为相当大金额的贷款提供保险。因为总违约的概率非常小，因此没有必要为贷款风险提供 100%的准备金。这笔资金可以为二至三倍于其规模的贷款提供 CDS。在这种特殊情况下，信托公司决定以同一笔保证金为大通银行再提供 1 亿美元的贷款保险。此时，信托的收益是 720 个基点加上 5.4%，或 12.6%的总回报。

尽管信托投资者已经为 1.5 亿美元的贷款提供了保证，这是一个很大的回报。这样的回报足以吸引那些喜欢冒险进入市场的投资者。现在，人们看到贪婪开始发酵，这正是近年来这一市场发生的事情。

直到世界最大的保险公司美国国际集团(AIG)倒闭之前，公众对 CDS 知之甚少。AIG 深度介入 CDS 业务，在全球范围内有 5 000 多亿美元的覆盖规模(Lewis, 2010)。当然，它所提供的大量保险所覆盖的贷款组合主要由行将违约的按揭抵押贷款构成，所形成的后果是 AIG 倒闭，并根据第 13 节(3)的条款需要接受美联储 1 820 亿美元的救助。对于金融业中的保险而言，这一情形相当于财产和事故险中的龙卷风和飓风，寿险中的艾滋病疫情。

然而，在 CDS 类型的保险和传统的生命或财产和意外险保单之间有一个重要的区别。在传统的领域中，保险的购买者对于所要保险的任何事物都必须有可以保险的利益。例如，我不能因为邻居家的房子是容易失火的建筑，我从中看到了如果房子失火则可以赚钱的机会而为邻居的房子买保险。因为其中没有我本人可以保险的利益。对于寿险也是如此。但在 CDS 领域，我就 XYZ 银行的贷款组合购买信用违约互换不存在任何问题。在最近的这场危机中，这就是很多人做的事情，为这个行业的发展火上浇油。迈克尔·刘易斯在他的《大空头》这本书中生动地指出了这点(Lewis, 2010)。他指出，许多投资者对公司在了解到抵押贷款市场发生了什么问题的情况下依然愿意大量发行 CDS 表示惊讶。许多投资者利用了这个机会。

虽然看起来像 AIG 这样的公司开始复原并偿还救助，但是目前还不清楚这个行业的未来会怎样。近几年来，保险公司的判断失误是惊人的。许多经济学家和政策制定者指出的一个弱点是保险业只受各州的监管，在联邦一级几乎没有任何监管可言，但他们没有提出可以大幅改变行业或其监管现状的具体提案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

互换

另一种风险控制手段是使用互换。货币互换的概念起源于布雷顿森林体系时期，当时存在外汇控制。互换替代了早期的“平行贷款”。在那种制度下，因为外汇管制阻碍了资金的跨境流动，想在美国投资的英国公司不得不在美国寻找一个资金来源。美国的资金提供者向英国公司的美国子公司提供贷款。英国公司向美国公司的英国子公司提供一笔等额的贷款(Smith and Walter，2003，p.78)。很显然，为了使得这样行得通，必须首先建立各自的子公司，而银行则往往被要求作为中间人，如果汇率发生波动，则需要银行从中做出调整。它变得非常复杂，而互换的发明则简化了整个过程。

贷款的利率互换是互换的一个典型用途。例如，假设一个美国的公司将不得不为发行 5 年期债券支付 LIBOR＋70 个基点，而只需为五年期浮动利率银行贷款支付 LIBOR＋30 个基点。公司希望债务的成本是固定的，但是因为贷款的成本更低而选择贷款。同时，一家日本的银行以 LIBOR＋0 基点在欧洲债券上发生了一笔固定利率债务。

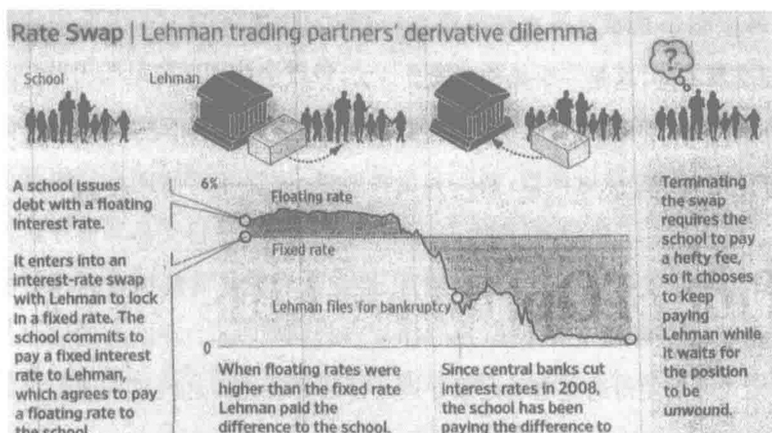
日本银行将其固定利率债务以其成本加上 50 个基点或 LIBOR＋50 个基点换给美国公司。在互换交易后，美国公司已经获得了固定利率的债务，并且低于它在美国所能获得的成本 20 个基点。日本银行承担浮动利率的付款义务即 LIBOR＋30，但其成本因在互换中所获得 50 个基点而降低。银行的净成本因此是 LIBOR－20(同上，p.280)。具有此类支付义务或收入流的互换都被称为普通互换。

再看下面的利率互换例子，这个例子涉及波士顿的毕弗尔国家走读学校和雷曼兄弟公司。如图所示，该校发行了一笔浮动利率债券。该校被雷曼说服将其浮动利率债务转换为固定利率，如图中的直线所示。有一段时间，学校确实得益，因为它支付的固定利率低于其本应支付的浮动利率。但是，在某个时点利率下降并显著低于固定利率，而学校必须继续支付固定利率。从长远来看，学校的付出远远多于不进行互换所需要的支出。这是对信贷市场未来情况的一场赌博，我们可以看到，学校犯了一个错误，即认为在 2008 年利率仍将保持高位。①

---

① 华尔街日报，2009 年 9 月 17 日，第三部分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



风险与衍生产品综述

关于金融系统中的风险有一个基本事实应该被记住。主要证券，如股票和债券，代表了实际商业风险的直接证券化，投资者购买这些证券就承担了这些风险。另一方面，衍生工具是一种双边合约并不代表实际商业风险的证券化。他们只是对未来价值下注。在这个意义上，他们被比作赌场，一些评论家说，这使经济增加了不必要的风险。艾伦・格林斯潘经常为衍生工具进行辩护，他指出，衍生工具的目的就是将风险转移到那些最愿意承担并且能够承担的人。虽然这句话在技术上是正确的，但它忽略了这个市场中许多不可见的风险，人们深陷其中。

一些批评人士说，衍生工具鼓励更多的高杠杆交易策略。有一些证据表明，这也是一个准确的说法，长期资本管理公司就是一个很好的例子。我的结论是，衍生工具确实对经济生产没用，但是它们在系统中将风险重新分配，在这个意义上，衍生工具是有用的。

总之，在任何一个经济体中，银行和金融体系都是围绕有效配置资本、管理和配置风险的核心。这就是为什么保持金融体系不受自身利益和腐败的影响仍然是一个持续的挑战的原因。

支付系统风险

最后，金融系统中的另一种风险是支付系统风险。这是结算过程中的风险，结算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

是指通过转让资金和/或证券来解除买家和卖家的义务。与先前的例子所提到的贷款、投资或交易不同,这是一个操作风险。

在20世纪60年代末,证券交易受到文书问题或"后台问题"的影响。如果发生卡纸,结算被拖延就是家常便饭;购买和出售股票、债券和其他证券一般要多天才能完成结算。然而,在20世纪70年代,一些前瞻性的发展使得交易和证券新发行量的大大增加。这些新发展包括了由美国银行、经纪商和交易商所拥有的存管信托和结算公司的成立,以及欧洲清算系统(Euroclear)和世达(Cedel)在欧洲的成立。他们创建的托管模式可以使得通过电子记账方式进行证券转让。这些机构所提供的托管和资产服务高达360万次发行,价值为34万亿美元。在2009年,他们为1 480万亿美元的证券交易提供清算。从这些惊人的数字可知,如果清算还是还是基于纸质文书,他们不可能处理今天这么大的金融交易量。从一开始,这些机构已经成功地将几乎所有可交易的金融工具自动化,将它们从纸质文件转换为电子图像。纸币和支票是当前金融系统中留下的纸质交易的遗迹,对它扪的使用也在迅速下降中。

就在私人金融部门发生这些事情的同时,财政部对可买卖的国债也在做同样的事情。它也实际上完全采用电子(簿记)模式。在20世纪60年代末和70年代初,财政部在美联储的帮助下创造了"国债直连(Treasury Direct)"系统。"国债直连"允许任何外国或国内的个人、企业、银行和投资者在美国财政部持有户头,并通过联邦储备银行和分支机构或7/24在线方式进入账户。

通过这些账户,投资者可以购买并持有美国国库券、票据、债券、通货膨胀保值债券和储蓄债券。该系统允许人们通过任何地方的计算机进行购买、再投资、出售以及其他进行账户维护的任务。不论账户大小,这些服务没有任何费用。尽管有这些免费服务可用,许多人仍然喜欢通过银行或经纪人购买或出售美国证券,他们会因此而被收取费用。

财政部在发行时以拍卖方式出售其所有证券。拍卖是由联邦储备银行进行的,对于有国债直连账户者,销售可以在线完成而无须经由美联储。投资者输入的投标可以是竞争性的或非竞争性的。在竞争性投标中,投资者指定他们会接受利率,而在非竞争性投标中投资者需接受拍卖所设定的利率。在拍卖结束后,财政部接受所有非竞争性投标。然后,它按投标收益率的升序接受竞争性投标,直到所接受的投标的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

总数量等于所提供的国债数量为止。最后，所有投标被接受的竞争性和非竞争性投标人都接受相同的最高的收益率报价。

在到期日，利息支付和本金付款都通过电汇给到投资者的银行账户。如果一个国债直连账户的持有人希望在到期前出售一个债券，他可以将其电汇给一个私人经纪账户并将其出售。

联邦储备系统所运营的、建立于 20 世纪 60 年代末骨干传输网络 Fedwire 为这些系统提供了支持。还有一些其他的私人电子网络处理支付和证券过户，以及在某些情况下还包括其他商业信息的处理。美国最大的私人网络是纽约清算所拥有和运营的清算所银行间支付系统（CHIPS），而纽约清算所由纽约银行所有。另一个具有全球重要性的网络是环球同业银行金融电讯协会（SWIFT）。CHIPS 和 SWIFT 两者都处理着大量的国际交易，并且都与 Fedwire 互联。在欧盟，上世纪 90 年代成立的泛欧自动实时全额结算系统（TARGET）与 Fedwire 相似，并同样与其网络互联。因此，几乎所有的西方世界的金融系统是自动化和互联通互通的，因此纸质交易几乎已经寸步难行。

这些发展和其他自动化支付手段普及的结果是，支票占非现金交易的份额从 1979 年的 85％下降到了 2006 年的 32％，并且还在以每年超过 4％的速度下降。在价值上，借记卡现在已经超过了实际的现金使用量，到 2006 年它几乎达到了支票实物付款的规模。另一个由现金转向电子支付的证明是，美国财政部制版印刷局所生产的钞票在 2010 年是 30 年来最低的。

多年来，美联储一直积极推动支付手段向电子支付转换，并游说多年终于使得《21 世纪支票交换法案》在 2004 年获得通过，该法案被称为《21 世纪支票法案》。这一法案让支付领域产生了难以想象的效率。它消除了一个古老的法律，即一张支票的签发人即便在其账户被扣款后仍然可以在法律上要求取消或退回支票。《21 世纪支票法案》允许替代支票（电子图像）作为付款的法律证明。现在，不再需要将纸质支票运送到全国各地并将让它们回到支票的提款银行，银行只需将支票的电子数据发送到美联储，并记录在其保证金账户上，就这一点，美联储不得不花费巨额成本做了很多年。支票由第一笔存款的银行保留，银行的账户由美联储贷记，支票保留一定时间后予以销毁。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

除了我们已经提到的骨干网络，还有其他一些由中央银行和其他私人银行机构运营的较小的电子支付和结算系统。其中一些是自动清算所（ACHs）。它们涉及的是日终净额结算，而不是 Fedwire 那种即时的总结算。这些系统处理批量付款——获得个人和企业预先授权的付款，自动化薪酬发放，个人网上银行系统等。经过这些系统的支付在营业日终进行净额结算，类似于通过银行所有的清算所对纸质支票进行结算。银行只需要支付或收到一笔它所欠或被欠的净额，这种结算通过 Fedwire 进行。现在 ACHs 担负起了 21 世纪支票法案之下所增加的电子图像处理业务。

作为一个例子，我们考察下面的多边净额结算的概念。银行 A 欠银行 B200 美元；银行 B 欠银行 A100 美元；银行 B 欠银行 C100 美元。这通常需要三笔支付，但它可以通过银行 A 付款给银行 C100 美元进行净额结算，系统只需要完成一笔支付即可。净额结算有一个主要的影响，它们已经减少了全国各地的参与者之间 90% 的交付。在 1994 年，CHIPS 每天的规模约为 1 万亿美元。而净额结算将其降低至 100 亿美元，为总量的 1%。

在金融系统的运作方面，我们已经进入了一个在几年前不可想象的高效率时代。法律和根深蒂固的做法和习惯在很长的时间里阻碍着发展。现在，时区不再是问题，24 小时交易并在间隔期间实施清算。例如，美联储，也实行 22½ 小时交易，剩余 90 分钟进行结算和对账。最终，即使这也会消失，在未来，我们将在一个交易日结束后的下一秒开始新的交易日。

参考文献

1. Smith RC, Walter I(2003) *Global banking*, 2nd edn. Oxford University Press, New York.
2. Lewis M(2010) *The big short*. WW Norton, New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



第四部分

中央银行和货币政策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 11 章

联邦储备系统的目的和功能是什么?

要理解货币政策的制定过程,我们必须更详细地了解中央银行本身,比如说,中央银行是怎样组织的,为什么要这样组织等。

联邦储备的三大功能

我们在第 6 章所讨论的货币政策以及对银行的监督与管理是联邦储备系统三大功能中的两个。第三大功能是向银行系统和美国政府提供金融服务。这包括纸质和电子支付的结算;向银行发行货币和硬币以及销毁不合格的残旧货币;向政府提供银行服务,如通过美联储所维护的财政部账户为政府支付进行结算;国债最初的发行以及到期后的赎回;以及作为财政部的财政代理人可能需要的任何其他职能。财政机构代理人的这些职能包括税收收入汇集、国债直连系统(见第 10 章)的运营,在必要的情况下冻结美国银行中的外国资产,食物券的处理,以及其他的很多职能。最后,在 2010 年,多德—弗兰克法案将消费者保护规定为美联储的工作职责。

在历史上,75%—80%的美联储系统雇员从事这些金融服务的职能。人们通常把这三个主要职能统称为一个"三条腿的凳子",意思是,要完成分配给美联储的总任务,这三个功能中的每一个都是必要的。例如,通过支付功能和管理与监督功能,能够获得对银行和金融系统的安全性和稳健性非常具有价值的数据,这是制定货币政策的重要依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

并非所有的中央银行都有完全相同的职能。例如，一些政府将监管功能划归其他机构，并且美国国会多次考虑把美联储和 FDIC 的监管职能移除，并成立一个超级监管机构。在有些国家，支付功能是由中央银行之外的机构或私人部门处理。同样，在美国也有类似的建议，但国会还没有看到有必要做出这样的改变。

虽然运营和监管职能对于美联储和它所完成整体工作的有效性来说是重要的，迄今为止，最重要且最敏感的活动是货币政策的制定。

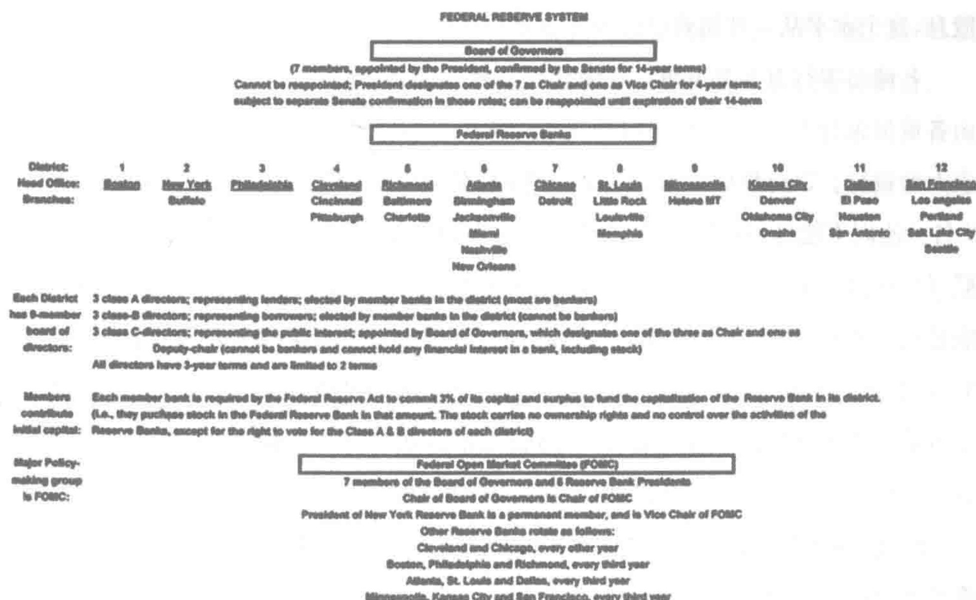
联邦储备系统的结构

美联储依据 1913 年 12 月 23 日的联邦储备法案成立。它很快就被新闻界称为“总统的圣诞礼物”，因为伍德罗·威尔逊总统一直在表达自己喜好的中央银行应该是什么样子。艾伦·梅尔泽，在他的百科全书式的美联储的历史中指出，国会必须在两个极端之间做出选择，“一个极端就是鼓吹建立一个由商业银行拥有，由银行家管理的单一中央银行。偏好这一选择的人以欧洲央行，尤其是英格兰银行作为模式为参考。相反的，另一极端反对任何形式的中央银行，认为这将是一个垄断，并将为银行家的利益而运行”(Meltzer，2003，p.65)。

在 1913 年的法案通过之前，国家货币委员会已经开展了多年研究，1907 年的金融恐慌之后，国会任命了这个委员会。该委员会发表了 30 多卷研究成果。法案对于立法的更广泛的目的语焉不详。它谈到提供有弹性货币，提供商业票据再贴现的方式，提高对银行的监管；法案谈到了制定“适应商贸的贴现率”，但没有提到其他的目标(同上)。值得注意的是，在这些最初的目的中没有提到中央银行的稳定经济职能。正如我们所看到的，这些后来被加进来了。

联邦储备法案规定，中央银行应该是一个分散的系统，具有至少 8 个以上或 12 个以下的区域性银行。一个组织委员会依据该法案成立，该委员会将决定这些区域的边界以及确定这些区域性银行的位置。委员会规定了 12 个区，该系统的分区仍然与原来相同。区域的边界发生了一些微小的改变，而这也主要是因为运作上的原因才进行调整。华盛顿的美联储理事会(BOG)负责对各区域的监督和协调。理事会由七名经总统提名并经参议院批准的成员构成，任期为 14 年(见第 172 页的图)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



民粹分子和农民担心一个高度集中的银行可能受到货币中心的银行家的控制，一个由政府拥有并控制的分散的中央银行体系不同于其他中央银行，这是对这种担心的一种回应。储备银行于 1914 年 11 月开业，而欧洲的第一次世界大战刚刚在 8 月份爆发。当时，人们认为 12 个区域性银行将真正成为各自地区的中央银行。然而，随着时间的推移，科技和电子通讯的革新改变了银行业的性质，这使得区域界限几乎毫无意义。

如图所示，各地区储备银行的董事会成员部分由各成员银行选举，部分由 BOG 任命。在一开始，每个区域银行向其成员银行发行相当于这些银行的资本金和盈余的 3%的股票，在需要的情况下，各会员银行将提供另外的 3%。这种需要从未发生过。这个计划的目的是为了提高银行的运营资金。由成员银行持有的股票的数量仍然固定在 3%的水平，而其美元金额则根据各家成员银行的资本和盈余的增减进行调整。

各成员银行对区域银行的股票所有权有时被误解为银行系统对美联储的私人所有权。然而，这些股票不代表对储备银行的任何所有权；它就像对成员银行的一种税收。他们所获得的回报是对部分董事的表决权，并对所持有的股票有一个 6%的法定

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

股息，这个水平从一开始就已经固定下来。

各储备银行有9名董事。其中代表贷款人的A类董事有3名。他们是银行家，由各成员银行在各自的地区选出，其中1位代表小型银行，1位代表中型银行，1位代表大型银行。银行规模分类的定义受到储备银行管理。代表借款人的B类董事也有3名。他们不能是银行家，一般为非银行的实业界或专业人士。他们也由成员银行按照规模选出。最后，代表公共利益的C类董事也有3名。他们由BOG指定，同样不能是银行家或者在银行中有任何金融利益，比如银行股票的所有权。他们通常是商务、职业或学术界人士。BOG指定1个C类董事为董事会主席，1个为副主席。联邦储备系统按照这种方式组织起来，以防止被银行业控制。美联储系统的这种分离在过去一直运作良好，董事们极少出现利益冲突的情况。

然而，最近几年的一个广为人知的利益冲突的例子是纽约联邦储备银行的C类董事弗里德曼·史蒂芬，他是当时的董事会主席。弗里德曼先生是高盛的一位高管，当他被任命为董事时高盛并不是银行。然而，在2008年，金融危机迫使高盛从一家投资银行转变为一家金融控股公司，这使得弗里德曼不再合适继续担任纽约董事会主席。他被迫辞职，但在辞职前生效，他作为董事会主席主持选举高盛的前首席经济学家杜德利·威廉为纽约储备银行行长，作为已经被任命为财政部长的盖特纳的继任者。杜德利先生仍然担任这一职位。同时，弗里德曼先生影响了美联储对于高盛的救助政策，并从购买大量额外的高盛股票中获利，增加了自己的财富。这是一个在现有的规则之下不应该发生的明显的利益冲突。弗里德曼要求BOG豁免相关规定，让他在资格到期之后再干一段时间以便让其完成他所发起的一些工作。在BOG所做出决定中，一个最令人震惊的，甚至可能是非法的决定就是授予对弗里德曼·史蒂芬的豁免，使得上述事件得以发生。这导致美联储的公信力在保持了多年完全无瑕的记录之后受到严重打击。

在早期，因为纽约储备银行行长本杰明·斯特朗的经验、专业和感召力，货币政策受他的影响比较大。纽约储备银行只按照斯特朗的指示进行公开市场操作。为了产生收入维持银行的运转，12家储备银行的每一家都在买卖美国国债。然而，整个联储系统都承认，斯特朗是唯一了解国债市场的人。因此，其他11家储备银行把管理账户的任务交给了纽约储备银行，因此，在默认的情况下，这些公开市场的新生业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

都以纽约为中心。这意味着,实际上是纽约储备银行决定国家的货币政策,其中,反过来意味着那些有着斯特朗耳目的纽约货币中心银行有着间接但强大的影响力。

这就造成了 BOG 成员和储备银行行长们的角力。几年之后,国会受到民粹主义者和金融界的影响,意识到这背离了他们构建一个分散化系统的初衷。因此,国会在 1935 年修正了联邦储备法案,成立了联邦公开市场委员会(FOMC)并规定其成员包括 BOG 的 7 个成员和 5 家储备银行行长轮流担任。这种变革的影响是深远的。该修正案要求对货币政策中涉及购买和出售美国国债的任何决定必须得到联邦公开市场委员会的批准。这一政策把投票权从纽约转移到了华盛顿,那里 BOG 成员占了 12 席的 7 席。因此,这稀释了纽约银行家在政策过程中的影响力(Liaquat, 2009)。

直到 1942 年,国会才同意进一步让纽约储备银行行长成为 FOMC 的永久投票成员。自那时以来,每年只有 4 个剩余的投票席位可供轮换。这种改变是有意义的,因为纽约储备银行是政策行动的操作中心。现在,如图所示,联邦公开市场委员会是联邦储备系统除 BOG 和储备银行之外的第三个主要部分。BOG 的主席也是联邦公开市场委员会的主席,纽约储备银行行长是联邦公开市场委员会副主席。见第 177 页的图。

货币政策

我们已经在前几章中谈到了中央银行和货币政策的许多方面。因为货币政策对整个金融体系都产生影响,其效果体现在金融机构的运作方式上,所以我们试图在先前对银行业的讨论中强调这些。一些例子如下:

- —准备金要求,准备金账户和维持准备金,超额准备金,以及最近对准备金支付利息的过渡
- —联邦基金市场,该市场通过银行在联邦储备系统的准备金账户进行运作
- —联邦基金利率作为短期货币信贷市场供求状况的重要指标,以及作为货币政策变化的一个指标
- —准备金比率作为货币政策的有力工具,尽管很少被使用
- —事实上,美联储在私人市场上买卖证券影响联邦基金利率和货币信贷的整体供应量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

—美联储在银行监管方面的作用和对银行业务的监管与货币政策有着密切的关系

—在危机情况下，美联储的作用，特别是最近的2007—2012年金融危机的细节以及如何将货币政策的常规限制用到极致。

那么，还有什么可以讨论？在本章和下一章中，我们将深入挖掘货币政策问题——首先，如何确定货币政策的目标，以及由谁确定；第二，如何确定具体的政策，以及形成货币政策行动的分析和决策程序。我们将考察所必须考虑的经济信息，如美国经济的最新经济数据，关于金融市场的金融数据，及其政策能对美国产生影响的其他国家的经济和金融数据，在制定美国的政策时必须考虑到它们的经济状况。

最后，我们将深入讨论货币政策的运作机制（执行货币政策指令到底需要每天做些什么，以及使用什么金融产品或工具来执行货币政策），我们还将讨论货币政策的长期和短期的目标。

货币政策对象和目标：短期和长期

中央银行的货币政策如何影响银行体系、金融市场并最终影响到大众——企业、投资者、储蓄者、消费者、退休人员等等？正如我们所看到的，正是金融机构和市场所形成的系统提供了货币政策影响整体经济的“传导机制”。

虽然货币政策通过金融系统发挥作用，而美联储与这一系统紧密相关，中央银行对整体公共利益的影响主要在于它对整个经济的影响。例如，人们经常会问，美联储是否能够影响主要的宏观经济变量，如就业、经济增长、收入、生产效率和国内生产总值等。答案是肯定的，但不直接影响。美联储没有可以促进就业或提高国内生产总值工具——没有可以按下的按钮或可以拉起的控制杆。它必须通过金融系统来实现这些更广泛的目标。

因此，货币政策的直接目标始终是金融指标——无论是利率还是货币增长。这并不意味着货币政策不能实现更广泛的目标，只是以更间接的方式而已。例如，美国国会通过了1946年就业法案，在该法案中美联储第一次被赋予了追求物价稳定、充分就业、经济增长和稳定汇率的任务。这些广泛的目标在以往一直被国会强调和重

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

中,但这是美国国会首次正式将经济稳定的任务指派给美联储。

当然,在 1946 年,国会和许多其他人的心中的疑问是,战后美国经济会出现什么情况。那就是,我们将处在更严重的经济衰退、更猖獗的通货膨胀或其他一些不稳定因素的影响之中?国会希望确保就业法案通过,正如在这一时期对联邦储备的期望一样。

请记住,中央银行最初的主要角色是通过贴现过程向银行系统提供流动性,而不是稳定整体经济。在对就业法案进行讨论的时候,对于美联储是否应该承担或它能否应付这一扩大的职能有着很大的争议。许多评论家认为,国会采纳的这些目标在本质上是不相容的。经济学家们很快指出,经验表明,我们不能在同一时间实现充分就业和保持低通胀率。一种被称为"菲利普斯曲线"经济理论已经证明这是不可能的(见第 182 页的图)。国会想要什么是不明确的,因为法案本身也没有明确的预期,也就是说,什么是充分就业,什么是一个合理的经济增长率,价格或汇率稳定的意思是什么?到什么程度才是稳定?国会没有量化任何东西,而是把决定这些变量是什么意思的任务交由美联储自己裁量。

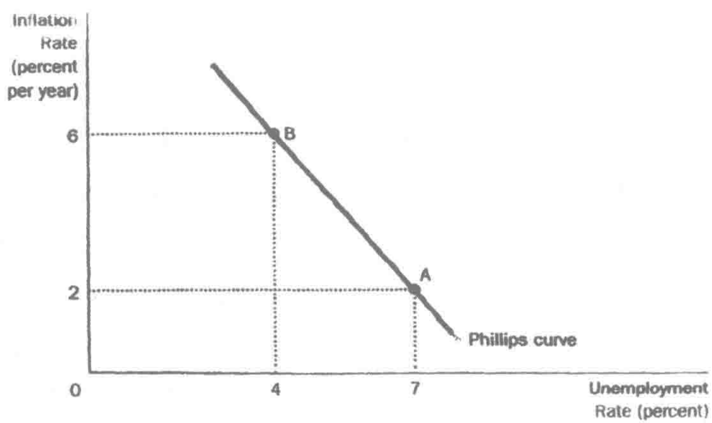
几年后,在 1977 年,美国国会修改了联邦储备法案,实际上将这些目标写入联邦储备法案。在这项修正案中,国会申明:"联邦储备系统的董事会和联邦公开市场委员会应保持长期增长的货币和信贷总量,以有效促进最大限度地就业,稳定的价格和温和的长期利率等目标的实现。"这些话有一段时间被称为"双重任务",并被简单地解释为低失业率和低通货膨胀率。然而,在这 1946 年法案和 1977 修正案中,国会都没有对这些目标进行量化。

2011 年,参议院审议了另一项修正案,该修正案将任务缩减为只有降低通货膨胀率,并将寻求低失业率的任务废除。国会议员已经对他们所认为的、自最近的衰退开始以来所采取的无效刺激计划做出反应。这项提案没有采取任何行动,双重任务依然存在(Alice and Rivlin, 2012)。

下面的菲利普斯曲线说明了通货膨胀率和失业率之间的负相关性。在 A 点上,通货膨胀很低,失业率很高。在 B 点,通货膨胀很高,失业率很低。因此,该理论认为,旨在减少通货膨胀的政策往往会提高失业率,而旨在降低失业率的政策往往会提高通货膨胀。但在最近几年,例如上世纪 90 年代,我们同时实现了低通货膨胀和低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

失业率，这主要是因为技术提高了生产效率。这说明，菲利普斯曲线，作为一个二维结构，没有将生产效率的提高考虑进来。因此，虽然它是一个通常正确的理论，但不是一个不可改变的事实（Mankiw，2006）。



菲利普斯曲线

近年来，由于人们对货币政策如何影响他们的生活越来越了解，公众对货币政策的兴趣也越来越大。信贷市场的增长提高了对利率变动的敏感度，很大程度上造成了公众对货币政策的兴趣增加。浮动利率或可调整利率债务的更多使用已经使许多人意识到，出人意料地加息可以突然提高他们现有的信贷成本，正如我们近几年所观察到的，可能导致抵押贷款违约和抵押品赎回权的丧失。在硬币的另一面，降低利率可能降低储蓄或投资的收入，并大幅减少退休人员的退休金。这些因素使人们更加意识到他们对市场波动的敏感程度。

媒体加大了对货币政策的覆盖及其对于覆盖这一主题的能力的增强，同样也增加了公众对货币政策的了解。此外，从美联储这一方面看，更多的开放意味着对美联储正在做什么有着比以往任何时候更大的覆盖面。除了这些理由，还有全球化的事实，以及人们日益认识到，一个人的福祉受到其他国家的货币政策以及我们自己的货币政策的影响。我们在 2012 年和 2013 年见证了欧洲经济问题通过对市场和贸易水平等的影响而对我们自身所产生的影响。所有这些发展和变化都意味着货币政策在公众的头脑中比以往任何时候都有更大的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

正如我们所指出的,除了受到中央银行所采取任何行动的影响之外,金融市场像其他商品和服务的市场一样,是一个私人市场并受到私人部门的供应和需求这两种基本力量的影响。当货币需求强劲或供应短缺时,价格(利率)上升,反之,当需求疲弱或供应充足时,利率下降。因此,宽松政策将增加货币供应、降低利率;而紧缩政策会减少供应、提高利率。但是,美联储必须视私人市场的任何情势为给定,这将影响其政策行动。

中央银行货币政策一般是"逆风而为",也就是说,它在本质上是反周期的。例如,如果通货膨胀是一个问题,美联储将尝试减少资金和信贷的供应,或者通过提高它的价格或利率来抑制需求。如果增长放缓和需要提振经济,美联储将增加货币供应量并降低其成本以鼓励投资和消费。所有这些情况都包括对一些因素做出判断和考虑。这一政策行动可小可大,这取决于美联储是否只是试图微调经济还是要做出一些方向性的重大变化。

对货币政策中的自由裁量无论是过去还是现在都存在很大的争议。替代的选项应当是一种基于规则的货币政策,这将使美联储在采取行动时受限于国会或超出中央银行自身控制的权威所事先设定的路径。我们将在第 12 章讨论这一基于规则的替代选项。

然而与通常认为的情况相反,美联储的行动的结果在任何情况下并不总是确定的。中央银行在任何一个方向上都难以抵消压倒性的市场力量。一般而言,采取抑制经济的行动通常比刺激经济的行动更有效。后者通常被比作推一根细绳。最近一段时间试图从 2007 年开始的严重衰退中复苏就是一个很好的例子。刺激经济的努力并没有像美联储和公众所希望的那样产生效果。一条经验法则是,美联储在执行其货币政策时所观察到的一条经验法则就是试图维持一个"有序"的市场,也就是不会采取导致整个金融世界所依赖的市场产生过度波动的行动。然而,我们将讨论一个为了达成一个压倒一切的政策目标而明显有违这一经验法则的一个实例。

因此,尽管大多数国家的中央银行具有很大的权力,但他们认识到在使用权力时务必谨慎,因为如果可能的话,要避免造成市场的不稳定和金融动荡。今天,金融市场全球化使其变得更为复杂。实现本国市场的稳定可能会造成世界其他地方市场的动荡。或者,协助其他国家达成一个目标可能在全球意义上是有意义的(就像美国有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

时不得不这样做一样)，却可能使得本国市场波动加剧。例如，在 1998 年，当美国经济蓬勃发展时，美联储放松货币政策以帮助解决东南亚和俄罗斯金融危机，这付出了美国通货膨胀上升的成本。因此，市场全球化的一个副产品是世界主要中央银行货币政策之间的相互依赖增加。

全球货币政策基本上是由四个主要的中央银行，即美国的联邦储备系统、欧洲中央银行(欧洲央行)、英国央行、日本央行所决定。1999 年成立的欧洲央行已经取代一度非常强大的德国、法国、意大利和欧洲货币联盟(EMU)的其他成员国的央行。那些中央银行现在只不过是欧洲央行的分行。在某些情况下，中国人民银行也是占主导地位的中央银行，但目前人民币还不是完全可兑换的货币，人民币在国际市场上不允许自由浮动，如果没有中国政府的同意，世界其他地区也不能持有人民币，还有其他一些原因，使中国不能完全开放经济。

许多观察家认为，当欧洲经济体迫切需要刺激时，欧洲央行在最近几年已经严格过头了。他们在 2009 年，也就是遭受希腊危机打击之前的一年，进行了短暂的放松，但在 2011 年，在面临整个欧洲货币联盟的经济恶化时，他们又一次收紧了经济，让世界各地的政策制定者们感到惊愕。可以说，欧洲央行在处理欧洲的危机中一直没产生什么帮助。欧洲央行的使命与我们先前讨论的美联储的使命有一个重要的区别。欧洲央行的任务由 1992 的马斯特里赫特条约的条款规定。欧洲央行根据该条约得以成立。欧洲央行的使命是："欧洲央行的首要目标是维持物价稳定。在不影响物价稳定目标的情况下，欧洲央行将支持欧盟的一般经济政策。"声明的最后一部分被解释为"高水平的就业和可持续且非通胀的增长"，但他们显然是对稳定物价的补充。这与美联储的双重授权形成了鲜明对比，在这里两者具有同等优先程度。

一段时间以来，对欧洲和美国货币政策的研究可显而易见地发现货币政策的差异背后存在着文化差异。传统上，欧洲人比美国人更关注通货膨胀的危险。这是建立在两次世界大战期间对他们形成毁灭性打击的恶性通货膨胀的经验之上，德国尤其如此。在欧洲央行创立前后，德国在货币政策方面的思维定势一直占据主导地位。美国往往倾向于重视 20 世纪 30 年代大萧条的破坏所得到的经验。很大程度上，这些哲学上的差异仍然存在。这是欧洲货币政策经常被批评过于紧张和美国的政策太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

过宽松的一个根本性的原因。

世界上大多数主要的中央银行的货币政策的长期目标与美国货币政策的长期目标相同，而目前比较典型的是，价格稳定占据了优先地位。物价稳定的通常解释就是保持较低的通货膨胀率，而不一定是没有通货膨胀。事实上，人们最近关注的是通货紧缩的可能性，即持续且普遍的价格下降。在 20 世纪 90 年代，日本面临严重的通货紧缩问题，美国在 20 世纪 30 年代就经历了这样的问题。美联储认为美国现在不太可能发生通货紧缩，但在 2002 年—2003 年期间以及最近当利率接近零时，这一问题在政策讨论中受到关注。通货紧缩可能对经济造成毁灭性的影响，因为这将造成生产停止，工作岗位消失，一般而言，衰退也会随之而来。

总之，联邦储备和大多数中央银行都希望实现价格稳定和高就业率，而这些都不受其直接控制。但他们必须利用他们可以控制的短期目标，如利率和货币供应量，通过金融体系进行运作。我要说的是，正如我过去在被一些个人或团体要求解释美联储的政策时不得不做的那样，尽管菲利普斯曲线和其他的观点与此相左，货币政策的短期和长期的目标是一致的、相容的。我的理由是，物价稳定一般都是以利率稳定为前提，利率稳定意味着稳定的投资环境。因为在短期内鼓励企业投资，意味着长期更高的就业和增长，我们通过专注于短期价格稳定而实现我们的长期目标。

货币政策工具和手段

美联储必须在一个框架内，根据所拥有的工具达成对经济最好的政策目标。传统的货币政策工具是贴现率政策、存款准备金政策和公开市场操作。前两者均在第 3 章进行了一定深度的讨论，本章我们将把大部分注意力放在公开市场操作上，这已成为近年来货币政策最重要的工具。

还有其他工具。一个是我们前面提到的道义传说，将其描述为为了避免采取明显的政策行动而劝说银行系统或个别银行所组成的财团为中央银行工作的一种手段更为合适。我们在对冲基金长期资本管理公司的例子说明了这种方法。

还有一个潜在的第五种工具——国会在 2008 年决定，要求美联储同时为保证金和超额保证金支付利息。这给了美联储另一个工具，如果它选择使用这一工具的话。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

伯南克主席说,美联储将在合适的时间使用它。例如,如果美联储决定提高存款准备金的利率,这将是一个紧缩政策,因为它将从银行体系中吸引更多储备,这将减少货币供应量。降低保证金的利率,这将是一个宽松的举措,因为它将鼓励银行从他们的联邦账户中提取资金,从而增加货币供应量。记住,美联储手中的货币不再是货币。要成为货币供应的一部分,资金必须掌握在私人银行体系或公众手中。联储可能采取的改变保证金利率的行动具有划定市场利率底线的效果,因为银行不会在联邦基金市场上以低于他们可以从美联储的准备金账户获得的利率提供贷款。最近一些顾问敦促美联储使用该工具,降低准备金利率,甚至降至0,将资金注入银行体系,鼓励向私人消费者和企业贷款。相反,美联储一直在追求增加经济中流动性的其他手段。

中央银行的工具是钝性工具,它们对整个经济而不仅仅是对特定的部门或地区产生影响。在过去的几年里,美联储一直受到没有针对实业,如能源、教育和农业等行业进行援助的批评。但是,美联储认为它不能使用这些钝器。它认为,这是不恰当的,因为政府已经实施了其他的一些公共政策并成立了相关机构来做这些工作。因此,美联储表示,它不会,也不应该,搞信贷分配。这不是一个完全真实的陈述,如果说我们没有观察到这一点则是显得虚伪。由于2007年住房部门和抵押贷款市场所出现的极端情况,美联储被迫从银行、房地美和房利美购买抵押贷款,从而将资金注入住房部门以避免这一行业的彻底崩溃。我们会看到美联储不得不背离这条行之有效的规则的其他例子,因为银行业危机就是整个经济的危机。

贴现率政策

正如我们所指出的,贴现率是美联储对隔夜贷款(而最近包括了更为长期的贷款)向银行收取的利率。

请注意,这一部分在某种程度上是重复第3章从中央银行借款的讨论。然而,回顾某些事实是有用的。同样参考第45—46页关于贴现率和联邦基金利率等货币利率表。

提高或降低贴现率影响银行借款的意愿,并从美联储发出一个关于货币政策方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

向的非常明显的信号。在 2003 年之前旧的贴现窗口政策之下，贴现窗口有一个严格管理的过程。“最后贷款人”的理念盛行，银行也不一定被欢迎借款。这些吝啬的政策导致了贴现窗口在几十年中很少被使用。借款金额微不足道，银行转向联邦基金市场将其作为资金来源。贴现窗口的休眠期被进一步延长。

现在，在新的“市场化”的贴现政策之下，贴现率的变化被看作是更敏感的政策信号。从 2007 年 8 月起，贴现率开始下降，直到 2008 年 12 月，这不仅使得贷款大幅增加，同时也向市场发出了一个强大的宽松货币政策信号。这些举措，结合我们在第 3 章所讨论的定期拍卖工具，有助于消除一些与次级抵押贷款相关的危机意识。

法定准备金政策

第二个政策工具是设置法定准备金。再次，这也是在第 3 章讨论过的内容，当时我们第一次提出了准备金问题。但在这请让我们回顾一些关于准备金怎样与货币政策相关联的情况。

存款准备金的变化可以对银行准备金以及整个银行系统准备金的乘数扩张有着强大的作用。但美联储很少使用这个工具。最后一次变化是在 1992 年 4 月，当时的边际准备金率从 12%降到了现在 10%的水平。这一改变是在美联储试图刺激经济的时候做出的，伴随着 20 世纪 90 年代初的“白领阶层”衰退而出现。

在美联储的早期，准备金的水平由法律规定。直到 20 世纪 30 年代，国会才赋予了美联储改变它的能力，甚至这在今天还受到限制。理论上，大型货币中心银行要比小银行的准备金水平更高，因为他们必须在银行发生挤兑或大型银行倒闭，即发生聚合效应的情况下提供缓冲。这一理论在一定程度上反映了仍然存在的三层击穿保护。

一些其他的国家的中央银行比美国更频繁的利用准备金比率——例如，中国。其中的原因是，在许多国家，金融市场不像美国和其他高度工业化国家那样高度发达。因此，在这些国家，公开市场的运作并不有效。有些国家，无论是通过法律还是通过中央银行的政策，都已经完全取消了对银行的准备金要求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

参考文献

1. Meltzer AH(2003) *A history of the federal reserve, volume I: 1913—1951*. The University of Chicago Press, Chicago, p.65.
2. Liaquat A(2009) *Lords of finance: the bankers that broke the world*. Penguin Books, New York, p.175.
3. Alice M. Rivlin(2012) *The case for preserving the federal reserve's dual mandate*. Testimony before the House Financial Service Committee, 8 May 2012.
4. Mankiw NG(2006) *Macroeconomics*, 6th edn. Worth, New York, p.391.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第 12 章
美国货币政策如何制定及其如何影响国内和全球经济?

公开市场政策

第三个最有力的货币政策工具是公开市场运作。这涉及在公开市场上购买和出售国债。由于美联储为其购买的证券支付价款,它将资金投入到银行体系中,这就提高了银行的准备金并导致利率更低。相反,由于美联储因其出售的证券而收到价款,它吸引了来自银行系统的资金,从而减少了准备金并导致利率上升。

重要的是我们要记住,法律禁止中央银行直接从财政部购买证券,也不能直接向财政部提供贷款。这些交易必须在私人市场,即公开市场上进行。因此,它所支付或接收的价格与所有其他投资者是相同的。这背后的逻辑是为了防止中央银行直接将政府债务货币化,在其他一些国家发生过这样的事情。即使在公开市场购买国债间接为政府债券提供了市场,这一限制至少避免了在定价时产生任何可能的串通,使得美联储与其他投资者面对同样的市场条件。

在美联储的最早期,这一过程没有被认为是一种货币政策工具。但是,人们注意到了纽约联邦储备银行在购买和出售自己账户的证券时对市场条件所产生的影响。于是,公开市场操作作为一种货币政策工具被发现了,实际上,这是一个意外。随着时间的推移,通过本杰明·斯特朗的努力,公开市场操作成为货币政策的一个主要工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

具,正如我们所指出的,这在1935年联邦公开市场委员会创建后获得正式确认。今天,许多其他中央银行也有类似美联储公开市场运作的职能。

公开市场操作已经成为最灵活、最有效的货币政策工具,这有几个原因。首先,他们是日常操作;每一个营业日都必须做出当天的政策决定——放松,紧缩,或者根本无需行动。其次,政策行动可大可小,可视需求而定。第三,他们可以迅速响应市场状况的变化。第四,美联储可以使用一些技术手段来实现一个特定的结果,如使用直接销售或购买或使用回购协议,这给美联储第二天评估一个决策的效果增加了灵活性——或扭转,或确认,或采取不同的行动。最后,美联储可以选择是否将其行动集中在短期或长期市场,取决于它试图影响哪个特定部分的利率结构。

每天操作量的可能范围从根本没有行动到数十亿美元。美联储从其公开市场账户(System Open Market Account, SOMA)购买和出售组合中的国债。截至2013年3月20日,完全拥有的规模为1.8万亿美元。参见下面的美联储资产负债表。①除此之外,美联储持有724亿美元的政府机构债券,其中很大一部分为房利美和房地美所发行的住房抵押贷款债券。

美联储合并资产负债表 单位:百万美元

资 产	2007年11月21日	2013年3月20日
黄金凭证账户	11 041	11 037
特别提款权账户	2 200	5 200
硬币	1 178	2 120
美国政府和机构证券,回购协议,定期竞标信贷及其他贷款		
持有证券		
国库券	267 019	0
票据和债券	470 984	1 694 972
票据和债券,通胀指数挂钩	36.911	78 879
通胀补偿	4 756	10 802
联邦机构债务证券	0	72 423
抵押贷款支持证券	0	1 085 507
持有的证券总计	779 670	2 942 583
回购	55 000	0

① www.federalreserve.gov/releases/H-4.1/current.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

续表

资　产	2007 年 11 月 21 日	2013 年 3 月 20 日
贷款	58	392
由纽约联邦储备银行向银行和非银行提供的特殊借款		
金融机构	0	1 886
托收过程中项目	4 365	497
银行住所	2 114	2 303
央行流动性互换	0	7 965
其他资产	38 848	234 572
总资产	894 474	3 208 553
负债		
联邦储备票据,扣减联邦储备持有	786 377	1 132 556
逆回购协议	35 383	92 925
存款		
存款机构的定期存款	0	3 045
存款机构的其他存款	20 967	1 756 224
美国财政部总账户	5 324	71 131
外国官方账户	96	8 952
其他	306	74 562
待付现金项目	3 088	1 138
其他负债及应计利息	5 896	12 925
总负债	857 437	3 153 459
资本账户		
实收资本	18 089	27 547
盈余	15 457	27 547
其他资本账户	3 488	0
总资本	37 034	55 094

它还持有近年为了支持银行度过危机而从银行购买的 1.1 万亿美元抵押贷款支持证券。虽然美联储可以使用这些类别的证券进行公开市场操作,但传统上,它只使用其持有的美国国债用于这一目的。近年来,正常的公开市场操作中越来越多地使用回购协议(回购),而不是直接购买和出售。美联储购买或出售一定数量的回购,市场将理解它将在一天或几天之后进行反向交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此外,在公开市场的大多数操作往往集中在短期证券,如短期国债。这些行动反映在收益率曲线的左端(见第 140 页图)。然而,美联储可以转移焦点,对期限更长的国债进行操作,这取决于当时的市场情况。例如,在 2011 年后,短期利率降至几乎为零时,美联储宣布了对中期国债,如 2 至 7 年的票据,进行公开市场操作的政策。媒体将这一政策变化称为量化宽松政策(QE)。美联储购买这些证券以使得长期利率下降。

美联储有时也采取一种叫"扭曲操作"的政策,即在购买一个期限范围内的债券,并卖出另一个期限范围内的债券。它通过购买长债和卖出短债的方式在 2012 年尝试了这种方法。这对货币供给总量的影响是抵消的,但它具有改变利率的效果,这样做提高了短期利率,降低长期利率,从而扭转收益率曲线。美联储这样做的理由是降低长期利率将有助于推动处于低迷之中的房地产行业的发展。

在最近的 2007 年金融危机爆发之初,美联储通过公开市场操作向市场注入大量流动性。2007 年 11 月有 2 个高峰日,通过购买证券,在 27 日注入了 145 亿美元,在第二天注入了 260 亿美元。这些都是非常巨大的数量,它们被视为应对即将到来的经济衰退的冲击的一种努力。

如此规模的操作在联邦基金市场上造成了相当大的波动,在当时这种情况下,联邦基金利率下降 150 个基点,低于其当时设定的目标值 4.5%。总体而言,美联储成功地使银行体系平稳运行,信贷市场处于冻结的边缘。其他中央银行也有同样的问题,因为抛售抵押贷款支持债券的事情在世界各地都有发生。例如,欧洲央行在这一时期向欧洲市场注入了 500 亿欧元。有趣的是,如果中央银行没有采取这些行动,很难想象利率会飙升到多高。我们从美联储持有证券的规模考察一下美联储公开市场账户的大小与美国的整体债务余额的关系,以了解一下市场的实际容量是多少。见下面的表格。

第一个表显示了美联储公开市场账户持有的证券为 1.8 万亿美元,占美国总债务的 10.7%。这一部分联邦债务几乎是没有成本的,因为美联储每年收到的利息都会在扣除美联储自身的运作成本之后退回财政部。在 2012 年,美联储将其净收入 910 亿美元中的 889 亿美元返还财政部。两者之差就是当年美联储的运营开支。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国政府债务结构,2013 年 3 月 25 日[a]

流通国债总计	$16.8 万亿
政府持有债务	$4.9 万亿
公众持有债务	$11.9 万亿
外国持有债务(详见下表)	$5.6 万亿
联邦储备系统持有债务	$1.8 万亿

a www.treasurydirect.gov/NP/BPD

美国国债的主要持有者,2013 年 3 月 25 日 (单位:10 亿美元)[a]

中国内地	1 264.5
日 本	1 115.2
石油出口国	262.0
巴 西	253.4
加勒比银行中心	236.4
中国台湾	196.6
瑞 士	192.7
俄罗斯	162.9
卢森堡	144.7
比利时	143.5
中国香港	142.9
英 国	135.7
爱尔兰	107.4
其他,低于 1 000 亿美元国家和地区总计	1 258.6
外债总计 56 165 亿美元(占美国债务的 33.4%)	

a www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/documents/mfh.txt

第二张表清楚地显示了美国国债受到世界各国的青睐,美国 33.4%或 5.6 万亿美元的债务由外国投资者持有——这中间包括政府、中央银行、金融机构、企业和个人。可以肯定的是,如果不认为其安全,如果不代表合理的投资回报,这些外国投资者将不会愿意继续持有美国债券。重要的是要注意,外国投资者是因为它们的安全性和可靠性才寻求持有以美元计价的证券,而不是因为美国要求他们这样做——但后者往往是留给记者和政治家的一个印象。

将美国国债与美国经济中的其他债务进行比较也是有用的。下表给出了截至 2010 年 1 季度关于美国国债与其他形式的公共和私人债务的有趣的比较,当时国债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

规模只有 12.9 万亿美元。

美国公共与私人债务总计,2010 年 3 月

联邦政府债务	$12.9 万亿
州和地方政府债务	2.4 万亿
家庭债务	13.5 万亿
非金融部门债务	10.9 万亿
金融部门债务	15.0 万亿
总　计	$54.7 万亿

在回顾上述数据后,我们很难相信在 20 世纪 90 年代末美国居然会有三年的预算盈余。如果有一个总回报的话,可以完成一个考察持有美国国债的替代品的研究。美联储将用何进行公开市场操作、用做货币的担保物? 企业、市政和外债也曾被考虑过。然而,后来这成了一个纯粹的学术问题,因为最近的减税、两场战争和经济衰退,人们对债务消除的任何可能性都产生了怀疑,尽管就如何减少国债的争论还在继续,采取这一行动的政治压力还在继续。关于美联储资产负债表上的项目的进一步的解释,请见第 215 页。

正如我们所说的,持有美国国债对于央行进行公开市场操作非常重要,让我们考察一个关于中央银行的鲜为人知的事实。不论其持有证券或其他任何东西,中央银行的一个独特功能就是它可以简单地创造金钱。通过贴现窗口贷款和最近的拍卖资金就是例子。美联储只需借记银行的存款账户和贷记对银行的贷款,货币就创造出来了——这就是媒体提到的“印钱过程”,这当然是用词不当。银行系统可以通过自身的贷款进一步放大这一过程;记住第 4 章关于银行存款扩张的讨论。

设定目标

要理解在政策过程中如何决策,我们必须考虑公开市场操作的目标。正如我们指出的那样,短期目标是货币供应量增长率或利率。显然,货币供应量和利率是反向变动的,因此,一个以降低货币供应量增长的目标等同于一个提高利率的目标,反之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

亦然。利率是美联储连续三十年来的主要目标。传统上,目标利率为联邦基金利率。然而,自 2007 年开始的金融危机以来,为了刺激经济增长,所实行的货币政策已经迫使联邦基金利率接近于零。因此,自 2011 年以来,长期利率已经成为货币政策的目标。

在最近几年,越来越多的关注转移到了其他目标,如通货膨胀目标。这样做的动机有多个,如,试图通过一条金融界和公众可以更容易理解的规则使美联储变得更可信、纯粹是降低美联储在制定货币政策时候的一些自由裁量权。如果法律规定了货币政策目标的话,这将是一个"基于规则"的货币政策。

主席本·伯南克,在他成为美联储主席之前的职业生涯中,他强烈鼓吹以通货膨胀为目标(Bernanke, 1999)。他和其他人能够用研究证明,在英国、加拿大和新西兰等中央银行采用通货膨胀目标的国家中,每一个国家在过去的几乎 20 年里都出现了更低更稳定的通货膨胀率。前主席,艾伦·格林斯潘,反对这个主意,因为他想为 FOMC 在政策决策时保持尽可能多的弹性。

然而,当他成为主席之后,伯南克先生澄清了他的立场,并表示他并不寻求一个捆绑美联储手脚的规则,但偏向于一个"灵活的"通胀目标。他解释说,如果我们的通胀目标定在 2%,我们接近于这个水平,但失业率仍然高得令人无法接受,他不会立即收紧政策以实现 2%的目标。这个解释似乎让曾经反对这个想法的联邦公开市场委员会中的人士感到满意,在 2012 年 1 月的会议中,联邦公开市场委员会第一次正式采纳通胀目标为 2%。

在一直主张的其他基于规则的政策中,最值得认真考虑的是米尔顿·弗里德曼的提议。他是 20 世纪著名的经济学家,在货币政策领域贡献卓越。弗里德曼的观点是,美联储应该遵循货币供应增长的政策,而这一政策大体相当于经济的实际增长速度。他认为,这种方法可以保证非通货膨胀的经济增长。他的观点在美联储内部和外部都得到了许多人的支持,但从未被付诸实施。

最近几年,关于货币政策目标的另一个争论是,利用货币政策使得资产泡沫胀破——首先是股票,然后是房地产。一些美联储的批评人士认为,在上世纪 90 年代末,它应该提高利率以阻止股票价格的急剧上升。主席格林斯潘认为,这样做将抹去真正的价值,而且人们不能从一个合理的资产价格或价值的增加来判断是否出现泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

沫。他认为,由于美联储的工具是一个钝器,一个小的利率提高可能不足以达到目的,而大幅度增加则会导致衰退。他说,实际上,市场应该做出决定,美而联储不应该干预。

因为抵押贷款危机,关于打击泡沫的争论还在继续。正如我们之前提到的,在最近的一次经济衰退中,对美联储的主要批评之一是它没有利用它的监管权威来阻止房地产价格泡沫的扩张。再次,格林斯潘先生不喜欢这样做。批评者说,让泡沫增长使其不可避免的崩溃比在早期就采取行动的结果更糟。从最近经济衰退所产生的破坏性影响的角度看,关于"泡沫胀破"是否是一个合适的货币政策目标的争论还将继续,因为无疑会发生因资产价格而造成的其他危机。值得注意的是,欧洲央行最近认为,央行应该试图控制资产价格,但没有证据表明欧洲央行曾试图这样做。尽管成立的时间很短并且经验有限,更不要说在处理当前欧洲金融危机时的灾难性表现,欧洲央行通常会很快去告诉其他中央银行如何做好自己的工作。

从利率转向货币供应量目标

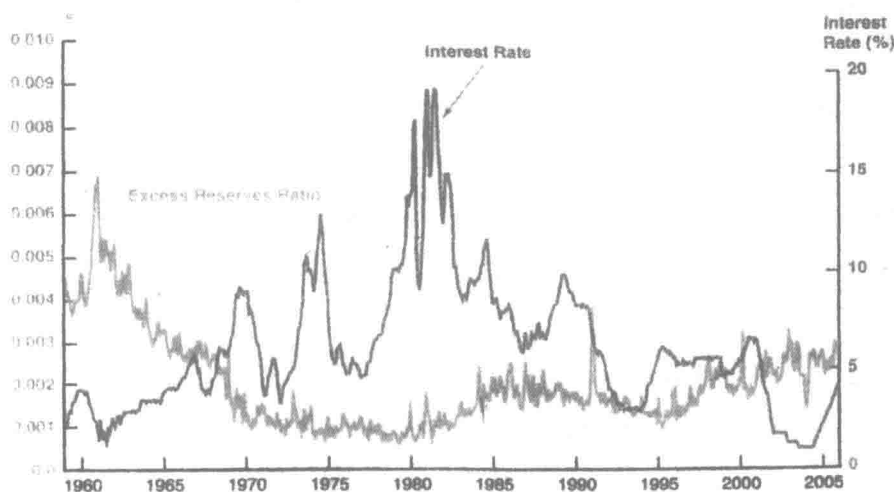
美联储已经好几次改变货币政策目标。在 1979 年 8 月,保罗·沃尔克被任命为美联储主席。20 世纪 70 年代这年十年的通货膨胀是美国战后最糟糕时期,这一纪录仍然保持着。已经试过许多方法。理查德·尼克松总统曾试图控制价格,最终失败了。杰拉尔德·福特总统提出了一个新的计划叫"马上打击通货膨胀(Whip Inflation Now, WIN)"。这是一个自愿的计划,在华盛顿的几乎所有的人,包括我,必须戴上一个 5 英寸宽的"WIN"纽扣。这同样失败了。总统吉米·卡特呼吁所有的美国人把他们的信用卡撕碎——这是另一个失败的志愿计划。

沃尔克主席知道,自愿计划永远不能干掉通货膨胀,当时的年通货膨胀率接近 17%。他也知道正确的处方是收紧货币政策。1979 年 10 月,他参加一个国际会议后回到家,被其他国家的中央银行和财政部长包围,他们抱怨美国向他们出口通货膨胀。他们明确表示期待他采取措施处理美国的通货膨胀问题。沃尔克召集联邦公开市场委员在 10 月 16 日召开特别会议。他解释了为什么在这个时点召开会议,他想在下个星期一市场开市之前公布一项货币政策的改变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

他劝说 FOMC 一致支持他这一举动,将货币政策的目标从利率改变为货币供应。他宣布,美联储将"大幅削减货币供应量的增长速度",以使通货膨胀得到控制。他还可以这样说,美联储将提高利率,但他认为,用货币供应做包装在政治上更容易被接受。他还指望着这样一个事实:人们不会意识到这一举动意味着利率的提高。他是对的。这是我前面所提到的一个行动,尽管人们知道这对市场会产生破坏性的影响,但这还是被采用了。但是,在沃尔克和其他的联邦公开市场委员会成员的心目中,这是必要的并且是为摆脱经济通货膨胀值得付出的成本。

美联储采取的紧缩行动使联邦基金利率达到了 20%,基础利率超过了 21.5%。经济陷入衰退。但通货膨胀被控制住了。这些行动的影响可以从下面联邦基金利率图中可以看到。①



银根收紧开始不久后,在 1979 年底,沃尔克主席应邀在华盛顿地区给一批商务人士讲话。在他演讲之后的问答环节中,他被问到:"你为什么这样做?为什么利率会这么高?你杀死了房地产行业,并且你正在扼杀汽车产业!没人能再凭信用买任何东西了。"沃尔克的回答是:"好吧,这就像是一个被人看见在田地里用 2×4* 打了他的骡子的农民的故事。一个愤怒的路人停下来问农夫,'你为什么打那可怜的骡

① http://www.federalreserve.gov/releases/h3/hist/
* 2×4 为一种建筑材料。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

子?’农民说,‘如果我想让它出力,必须先得到它的注意’。”然后,沃尔克接着说,“这就是我们要做的,让人们的注意力集中于通货膨胀的危险。”

新闻界对这个故事进行了报道,沃尔克的回答在全国各地传播。在那之后,他开始在邮件中收到 2×4,通常长度为 8—10 英寸,总共收到了 7 000 件以上。有人送来砖头;汽车经销商寄来成箱的车钥匙并留言,“你还可以有钥匙*! 这样的利率我们无法卖车。”我走进沃尔克的办公室,问他,我是否能留个 2×4 作为纪念。我告诉他,我认为我们的货币政策处于一个历史性的时刻——一个在多年以后被谈论的时刻。情况确实如此。

于是我在我的办公室里保留了这个 2×4,我把它带到我的货币与银行课堂上,当我们进入美联储政策的讨论时,向学生们解释它是一种货币政策工具。这是一种有效的抗议形式,但这并没有使沃尔克有一分钟的动摇,因为他认为这样做对国家是最好的选择。

几个月后,我在华盛顿的国家机场等航班,我遇到了我的第一个经济学教授,当时他是劳工部长。他走到我面前说:“我认为你要对我们手头的这场灾难负责任。你们使得美国经济的实际产出付出了几千亿美元的代价,这都是你的错。”我回答说,“教授,我很乐意为沃尔克政策领功,因为我认为这是正确的做法。但是你必须记住我只是一个职工董事,不是董事会的投票董事。”他回答说,“是的,我知道,但作为一名职工董事,你是告诉他们该怎么做的人。”所以,当我知道这整个谈话是“半开玩笑”时,我对受到这一“指责”心里感到受用。

现在,大约是 30 年后,沃尔克遏制通货膨胀的功绩获得承认,当时的行动奠定了美国后来几十年的繁荣。他的两个接班人,格林斯潘和伯南克,都赞扬他在执行如此不受欢迎的反通货膨胀政策时所表现出的固执。事实上,我很高兴地注意到伯南克主席在最近的一次对乔治华盛顿大学学生的演讲中自豪地展示了沃尔克给他的那个 2×4。尽管通胀还在,当然也经历了跌宕起伏,但它已经处于一个相当狭窄区间,而且我们的通货膨胀率再也没有回到过在 20 世纪 70 年代所经历的水平。

---

* 暗指解决问题的方法。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

回归利率目标

在这段非比寻常的紧缩政策之后,美联储又回到利率目标。威廉·格雷德形容此举为对货币主义的放弃。他说,这是因为美联储从来没有采纳货币主义。他们只需设定一个货币供应目标作为提高利率的机制,知道这将是一个暂时的举措(Greider, 1987)。

经济衰退很快结束,1982 年秋季经济开始扩张。①如果美联储不够独立或受到政治控制再多一点,就无法采取这些行动。当时一位著名经济学家指出"……世界各地的中央银行似乎已经联手对付通胀,参与战斗,并取得胜利。"这是真的,自 20 世纪 90 年代起,各国政府和央行开始意识到,如果他们想成为世界经济全球化的积极参与者,与其他国家进行贸易,尤其是成为自由贸易区或货币联盟的成员时,他们将不得不面对他们忽视了一代又一代的通货膨胀问题。

国际货币基金组织的工业国家消费物价指数显示,1980 年的通货膨胀率在 12%以上,但到 2002 年,已经降至只有 1.4%。在美国,消费物价通胀指数——不包括食品和能源,或是核心通胀率——从 1980 年的 12.4%下降到了 2002 年的 2.4%。向一个通货膨胀更低且经济衰退没那么频繁出现的世界的转变被称为"大稳健"时期。这一直持续到 2007 年中期才穿裆。

联邦公开市场委员会

在讨论参与决定任何特定时间所要执行的政策所设计的细节之前,让我们先了解那些做出这些决策的联邦公开市场委员会的会议准备工作。该委员会每年在华盛顿召开八次会议(每季度两次),会议通常在星期二召开。会议的参与者是 BOG 的 7 个成员,12 储备银行行长和某些关键职员。虽然所有人都参与讨论,但只有 12 个有投票权的成员实际上投票。

每一次会议前都准备了三本书。首先,褐皮书在会议前 2 周被分发给所有参与者。它包含一个分地区的经济状况摘要,由各区完成调查后获得,以及对全国经济情

① 关于沃尔克对抗通货膨胀的更详细的讨论,请看 Silber(2012),第 125, 180, 237 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

况的总结。这些“草根”信息是建立在对12个地区的重要商业人士、学者、消费者团体、工会领导的问卷调查和讨论的基础之上。因此，它往往比公布的统计数字更及时，公布的统计数据往往滞后于实际情况的变化。褐皮书可被认为是总体经济状况的领先指标。这些信息公开发布，通常会得到相当多的新闻报道，如果它包含任何提示经济发展转向的信息，则更是如此。

第二本书是由BOG职员准备的绿皮书，在每次会议之前的星期四发放给FOMC参加者。它包含了一个最新的全球和国内经济的总结，以及BOG职员在假设政策上没有变化的情况下对未来的预测。由于有职员的预测，这本书是保密的。

第三本书是一本蓝皮书，在会议前一天向与会者发布。它包含了目前的金融市场状况，包含大量由BOG职员和纽约储备银行职员提供的信息。该书包含了该委员会的政策选项，但不包含政策建议。这本书也保密。

政策选项总是3个，选项A，B和C。选项A一个是朝着更宽松的方向移动；选项B意味着保持现在的路径，而选项C是实行更多的限制性条件。并且在每一个选项中都有变化，例如，从适度刺激到强烈刺激。当然，有些时段的某些选项可能是不相关的。在最近的经济衰退时期，选项C没有被考虑，因为在这种情况下，这是完全不恰当的。然而，在转折点上，所有的选择都会被认真考虑。例如，一段时期，当美国经济的强劲复苏开始时，辩论将开始把关注点从选项A转到选项B，如果通货膨胀的威胁变得更加明显的话，甚至还会进一步转到选项C。在任何情况下，职员们总是准备着与参与者讨论采取某一个特定的行动所可能产生的后果。

会议议程包含了一位职员介绍绿皮书和蓝皮书中的关键信息，一个关于国际金融状况的特别介绍，以及由“公开市场交易主管”对他或她如何看待当时的金融市场情况进行讨论。

交易主管是纽约联邦储备银行的一名高级官员，他的责任就是贯彻落实FOMC所决定的任何行动。纽约联邦储备银行的交易部门通常被称为“交易台”。

演讲结束后，所有参与者都会有相当激烈的讨论，在这一过程中，对所要采取的任何政策的方向和程度有可能达成共识。各种计量经济模型，包括美联储FRB/US模型及其FRB/全球模型的结果，以及各成员在BOG和储备银行的职员的研究工作的基础上所形成的判断性预测都会被考虑。主席在这一过程中的作用是很有意思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的,因为它会随主席的更替而改变。威廉·麦克切斯尼·马丁,他是在我上世纪 60 年代中期加入美联储时的主席,在 1970 年担任主席之前是已退休的哥伦比亚大学经济学教授的继任者亚瑟·伯恩斯,总是寻求一致意见的人。他们倾向于在会议上退后,直到他们听到了会议桌周围其他人的观点。保罗·沃尔克主席①则主动提出他的看法,并且经常在其他人发表看法之前提出。没人不知道知道沃尔克在政策问题上的立场。艾伦·格林斯潘随后又回到了一个更加寻求共识的方式,而今天,伯南克主席也会遵循同样的模式。

如果讨论中取得共识,主席通常会说明他如何解读这一共识。如果没有出现共识,主席将陈述他的偏好,然后其他人会做出反应。最后进行投票。这也许能,也许不能,形成一致意见,而那些具有不同意见的人会提交一份声明阐明持异议的理由。

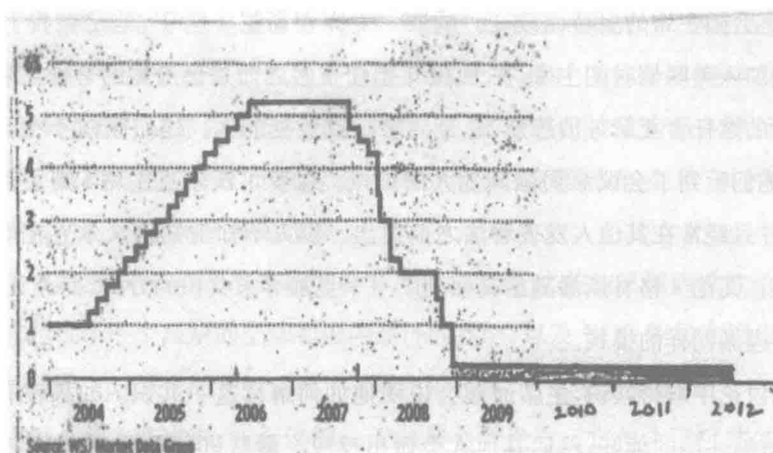
然后发布会议结果的公告。大多数会议一天完成,但通常为了听取更多的介绍或已完成的研究结果,也会举行为期两天的会议。在任何情况下,通常是在会议的最后一天,东部时间下午 2:15,以新闻稿的形式发布公告。这个公告解释已经采取的行动及其背后的原因,谁投赞成票,谁不同意,及其原因等。该公告也将经常阐述该委员会对于政策问题的倾向——有时被称为"偏见"——无论是政策的变化形成与否。在下次会议前,将进一步发布上一次会议的实际记录。最新的情况是,在伯南克主席的领导下,他在会议结束后会召开一次全面的,详细的新闻发布会,他会耐心地回答记者的提问。

联邦公开市场委员会召开新闻发布会的实践起源于近年。主席格林斯潘强烈认为,为了使美联储更加对公众开放,提高公众对美联储所要达成的目标的理解,这是非常必要的事。从 1994 年开始在每一次开会后发布新闻稿,但只有当政策发生变化时才发布。后来,在 2000 年,它被变成无论政策是否变化都发布一个新闻稿。格林斯潘的观点是,往往不做出改变政策的决定与一个改变政策的决定具有相同的重要性。

---

① G.威廉米勒在 1978 年被卡特总统任命为美联储主席,短暂的 18 个月之后,在 1979 年专任财政部长,在此之后,保罗·A.沃尔克在 1979 年接替亚瑟·F.伯恩斯。米勒是一个商人,曾担任德事隆的首席执行官,而且是威廉麦克切斯尼马丁 1951—1970 年担任主席之后的唯一一位非经济学家担任主席。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net



2003—2012 年目标联邦基金利率

新闻稿的措辞有时是很神秘的。比较以下从 2005 年 11 月 1 日 FOMC 声明和后面(斜体字是我加的)声明的摘录。在这一时期,联邦公开市场委员会逐渐提高了利率。从 2004 年 6 月开始,当利率已经达到历史最低位——联邦基金利率为 1%——FOMC 开始在连续 17 次会议后每次提高利率 25 个基点,使得联邦基金目标利率从 1%提高到 5.25%。请看上面的目标利率图。

联邦公开市场委员会在 2005 年 11 月 1 日决定提高目标利率 25 个基点至 4%。其新闻稿如下:

> 委员会认为,在适当的货币政策行动下,实现可持续增长和物价稳定的上行和下行风险应该保持大致相等。预期到潜在的通胀预期将得到控制,委员会认为,政策*调节*可以按照*适度*的节奏取消。尽管如此,委员会将对经济前景的变化作出回应,以履行其维持物价稳定的义务。

然后,在它 2005 年 12 月 12 日的下一次会议说道:

> 委员会认为,*可能需要*进一步采取适度的政策措施以使得保持可持续的经济增长和物价稳定两者的风险大致平衡。在任何情况下,委员会将就促进这些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

目标的需要对经济前景的变化作出反应。

我们把这些新闻稿的语言从“美联储的腔调”翻译过来,“*调节*”这一术语就意味着宽松。在 11 月 1 日会议结束后,委员会说的是正在取消调节,或是收紧。但是,它说,它将按照*适度*的节奏做,这意味着逐步实行。在 12 月 12 日会议结束后,委员会说,它将很可能继续收紧,但将逐步这样做。然后,在 2006 年 6 月 29 日的会议时,当目标联邦基金利率达到 5.25%时,或者说到了该委员会计划停止紧缩的转折点时,美联储如是说:

> 尽管总体需求的适度增长应该有助于限制通胀压力,但委员会认为,通胀风险依然存在。解决这些风险的任何进一步紧缩的程度和时机可能需要取决于通货膨胀和经济增长的*前景的演变*等。①

在这里,委员会并没有说它不会进一步收紧,但似乎没有必要说。但是,如果前景发生改变,且通货膨胀的威胁依然存在,该委员会将考虑收紧了。

在第三次所引用的公告的时候,人们感觉到联邦公开市场委员会认为这已经走出了调节时期,可能已经达到“中性利率”水平。而美联储本身通常不使用中性利率这一术语,货币政策分析人士用它来表示利率并没有低到刺激通货膨胀,也不是高到抑制实际增长。在任何情况下,可以从第 202 页的图中看出,联邦公开市场委员会对 5.25%的联邦基金利率比较满意,并维持了一段较长的时间,直到 2007 年底经济开始衰退。从这也可以看到,为了应对衰退,联邦公开市场委员会在降低目标利率时是何等的迅速。到 2008 年 12 月,它降到了 0.25%的水平。

在最近的 2012 年 10 月 24 日的 FOMC 会议后的新闻稿中,委员会说,

> 为支持在实现最大程度的就业和物价稳定方面所取得的持续进步,委员会预计高度宽松的货币政策将在经济复苏增强后的相当长的一段时间内保持是适

---

① www.federalreserve.gov/releases,2005 年 11 月 1 日;2005 年 12 月 12 日;2006 年 6 月 29 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

当的。特别是，委员会今天决定将联邦资金利率目标区间保持在在 0—0.25%，并且目前预计，至少可以保证当前极低水平的联邦基金利率保持到 2015 年 6 月中。①

在本新闻稿中，美联储还表示，它打算继续购买美国长期国债以压低长期利率使房地产行业受益，这是整体经济复苏强劲的引擎。同时，会议后他被记者追问在什么样的情况下可能会导致货币政策转向更紧缩的模式时，伯南克主席表示，他不会考虑改变宽松政策直到失业率达到 6.5%。在 2013 年，宽松政策仍然存在，但越来越多的证据表明，由于经济复苏改善，美联储正在考虑比 2015 年预计的日期更早地收紧政策。

在联邦公开市场委员会休会至下一次会议召开之间，会准备一本说明委员会的行动以及指导交易主管开展他或她觉得需要实现联邦公开市场委员会目标的任何行动的“指令”。虽然具有表决权的成员同意会议上的措辞，它实际上与新闻稿上的信息基本相同，但在某些情况下，可能会提供一些进一步的细节，例如，关于做出决策的基本假设。事实上，交易主管，目前是纽约储备银行执行副总裁布瑞恩 · P.赛克，并不需要该指令，因为他已经参加了会议，并详细了解该委员会的期望。但它已成为一种形式。经理把指令贴在口袋里，坐火车回到纽约，第二天开始采取行动来执行它的指示。

公开市场操作

公开市场操作是实施联邦公开市场委员会指令的日常活动。经理与 18 个“主交易商”合作。这一集团的成员每年都在原本具有与联邦储备进行直接交易的“资格”的全部政府证券交易商之间轮换。符合要求的交易商维持至少 1.5 亿美元的资本金，同意参与交易台所执行的全部的购买和销售活动，并满足交易台所要求的每日买入，卖出数量。例如，交易台正在出售 5 亿美元的 90 天美国国债隔夜回购协议。出价最

① www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/，2012 年 10 月 24 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

高的交易商将获得其愿意或所能处理的最大数量，交易台然后将剩余部分出售给出价第二高的交易商，如此下去，直至售罄。如果交易台需要买入，则是相反。交易商必须拿出所需要的数量，并从最低报价开始成交。这里没有配额问题，而财政部销售新发行的证券时则有配额问题，正如我们在第 8 章所讨论的关于所罗门兄弟的情形。交易台的目标是为美联储获得最好的交易，即在销售时卖出最高价格，以及在购买时获得最低价格。尽管他们要承担各种责任，企业还是争相选择成为主交易商，因为这样做名利双收，并可为其他业务打开方便之门。

主交易商在大型货币中心银行开立账户，或者如我们所说的，它们自己本身就是银行。当他们购买证券，或在交易台出售证券时，它们在这些银行的账户的资金就会减少，银行的准备金也立即降低。当他们出售证券，交易台买入证券时，他们在银行账户的存款资金和银行的存款准备金都增加。因此，主交易商能否获得信用贷款对于货币政策的操作非常重要，因为主交易商往往在买入交易台所出售的证券时不得不求助于银行获得信用支持。因此，货币中心的银行时刻准备着向主交易商提供贷款，使他们能够在需求出现时保持存货。

如果所有这些条件得到满足，公开市场操作就能运行平稳。但回顾 1987 年 10 月 19 日的股市大跌，这是股票市场史上最大跌幅。银行界向交易商提供股票、债券和政府债券的贷款。由于他们所持有的抵押物价值突然下降，银行拒绝进一步向交易商提供贷款。市场上的流动性马上干涸。

我对 10 月 19 日记忆犹新，因为我当时是达拉斯联邦储备银行的首席运营官。格林斯潘主席正赶到达拉斯来参加第二天的美国银行家协会年度会议开幕式。我请我们的一位高级副总裁去 DFW 机场接格林斯潘先生，然后带他去宾馆。我告诉这个司机，我知道主席会想知道市场上发生了什么，这时市场已经下跌了，所以他应该对此有所准备。(这是在出现手机以前。)当他到达时，格林斯潘问我们的司机市场情况如何。司机告诉他这是下跌 5-0-8。格林斯潘说:“好！市场恢复了。”我们的司机说，“不是，主席先生，是五百零八点。”

当格林斯潘到达他的酒店时，他接到了一个来自里根总统要求他返回华盛顿向其支招处理这场危机的电话。这意味着他将不得不放弃次日的演讲。第二天，格林斯潘主席发布了一个新闻稿，一则非常简单的声明，即美联储将借给银行所需要的任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

何数量的资金，以使他们能够借给交易商所需数量的资金去持有他们的证券。因此，他保证了这些市场的流动性，而这一切都被传达给了全国的银行。这是使用道义劝说并发挥了作用的例子，市场得以出清，僵局被打破，并在几天后市场实际上已经收复失地。

虽然这一行动有风险，但它避免经济像在 1929 年那样掉入阴沟。

交易台的一天

已经回顾了主交易商的作用，让我们回头看看交易主管。在交易台观摩一天是一种有趣的经历。在我的职业生涯中，我好几次被邀请去交易台并在那停留一周，参加所有的会议和讨论。

交易主管每天从 8:30 的早餐会开始一天的工作，受邀的嘉宾来自交易商公司——既包括主交易商公司也会包括其他公司。早餐会的目的是从嘉宾处获得他们对金融市场的看法。如果交易主管已经有了一天的行动计划，他或她会很小心不要让客人知道他或她在想什么。参与者明白经理不会泄露任何秘密，仅仅是想从他们这里寻求信息，他们通常很乐意提供这些信息。例如，如果他或她接收到降低联邦基金利率或一些其他长期利率的指令，交易主管会想知道是否有客人认为，市场是朝宽松的方向还是朝紧缩的方向移动。客人可能知道 FOMC 已经向交易主管给出了指令，因为新闻稿是公开的信息，但他们不知道行动的幅度以及他或她何时可能采取行动。例如，如果参与者知道交易主管打算当天购买证券，他们可以在美联储的行动之前进入市场购买证券，并从美联储的行动所导致的价格上升中获利。相反，如果他们知道他或她打算出售证券，他们可以进入市场在美联储之前卖出证券，并从因美联储的行动而导致的价格下降中获得利润。因此，交易主管会很小心，避免把这些顾问置于利益冲突之中。

在他或她从他们经常所称的“(华尔)街上的人”那里收集到任何信息之后，交易主管将召开员工会议，其中一些人已经与外国中央银行就任何他们可能会在纽约市场上的一天的行动计划进行彻夜长谈。举例来说，假设交易主管被提醒到另一家中央银行——比方说韩国——在这一天即将进入纽约市场购买证券，他或她同样也有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一个购买的举动,但是经理可能决定在采取行动之前等待一天,看看其他中央银行的行动所带来的宽松效果之后再行动。外国央行通常愿意与纽约联储分享这些信息。另举一个例子,财政部已经安排了当天发行一个新的证券。这一销售行动将造成市场收紧,并造成利率上升的压力。经理可能决定当天的计划需要比原先的计划有更大的宽松行动,以消除财政部的行动的影响,保持市场的秩序。人们可以很容易地看到,这个决定过程是多么复杂,以及及时准确的信息是多么的重要。

无论什么利率水平,在本次员工会议上,交易主管将确定一个初步的行动方案。上午 11:00,经理将进行一个包括 FOMC 的投票董事的电话会议,其中一名来自 BOG,另一名是储备银行行长,该行长每周都轮换。经理打电话的目的是将他或她当天的计划通知他们,并得到他们的同意。这些人不同意交易主管的方案是非常罕见的,因为他们知道交易主管是美联储系统里最了解上市场上发生了什么的人。需要注意的重点是,即使与会者与交易主管具有不同意见,他或她仍然可以继续他的计划。唯一的例外是,如果主席要求停止行动。据我所知,这从未发生过。

我记得自己参加过一个上午 11:00 的电话会议,当时曾经也做过交易主管的沃尔克主席决定参加电话会议。因为当天的行动计划是有点不寻常的,所以讨论很激烈。几分钟后,沃尔克决定离开这个电话会议,他对交易主管说:“好吧,我当然希望你知道你在做什么!”我当时对自己说,这样的评论,特别是来自像沃尔克这样的人,可能会损害交易主管的信心。后来我问交易主管那句话是否对他造成困扰。他说:“不,我总是从沃尔克这听到这些。”

让我们假设,通过这些会议,交易主管已经确定联邦基金市场并没有足够宽松到能够达到和维持联邦公开市场委员会已指示他或她的 50 个基点的下降。因此,经理决定要实现这一目标,交易台应当在公开市场买入 5 亿美元的 90 天国债,从而将其他的准备金注入市场。他或她决定利用隔夜回购协议,这为其观察第二天市场的发展提供了灵活性。第二天如果市场按照所期望的方向运动,经理可以结束回购,不需要进一步采取行动;如果市场没有发生所预期的变化,他或她可采取另一个行动来支撑它;或者,如果市场很顽固地朝相反方向移动,经理可以采取更强大的举措,也许直接购买更大数额的国债。

决定一旦做出,交易主管走进交易室向交易员们宣布将采取什么行动。每一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

交易员都会与一个主交易商接触。如今,他们都已经在网上与交易商接触。值得注意的是交易室的 AP 新闻收报机,以不超过 20—25 秒的时间让媒体知道美联储正在做什么。他们从交易商那里获得信息。有线新闻频道,如 CNBC 和彭博社,立即发布这些信息。然后,全世界都知道美联储正进入市场购买了 5 亿美元的 90 天期国债回购协议,他们将对这一点按自己的想法进行任何解释。我曾为此几次安排时间。

交易员站在他们的屏幕边接受来自交易商的买卖报价。这些报价,如在本例中一样,都在几分钟之内收到。这些报价进入电脑,并显示在头顶上的一个大屏幕上。关于在哪里切断买卖的决定是非常迅速的;交易通过电汇到主交易商的银行而完成;行动结束。从经理宣布计划的,行动就在 30 分钟内完成。这就是公开市场运作的效率。我认为,人们从这很容易看到为什么公开市场操作已成为实施货币政策的最有效方式。

我们早前提到了货币政策的传导机制,或一个货币政策从决定到最终影响经济的整个过程。

在我们刚刚讨论的行动结束后,这些交易对国内的其他银行和金融机构造成影响,导致整个银行体系可供贷款的资源增加或减少,从而对利率形成向下或向上的压力。在我们的例子中,银行有更多的资金出借,降低了利率。

然后,实体或非金融经济部门开始调整投资计划,消费者的支出计划也作相应的调整。这些增加或减少的支出导致更多或更少的就业机会和更多或更少的收入。整个经济要么是收缩要么扩张。公众感受到冲击。我们要当心这一传导机制,因为它关系到货币政策的效果。

记住,美国货币政策的目标和任务由国会制定,具体目标水平是由联邦公开市场委员会制定,交易台进行运作以确保目标和任务的实现。

全球货币政策与欧洲危机

我们在全球货币政策的背景下考察美联储的作用。我们先前就货币政策的相互依赖性进行了评价,在过去的三四十年,不断加强的持续全球化进程提高了货币政策之间的相互依存关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美国货币政策的改变会对其他国家，尤其是我们的主要贸易伙伴在汇率、利率、收入和就业等方面产生影响。因此，要实施有效的货币政策，央行必须知道其他中央银行在做什么。他们可能需要代表各方互相干预以支持货币。此外，在世界的某些地区，他们可以互相借贷以帮助缓解压力。这些贷款被称为“货币互换协议”，你将在第 190—191 页的美联储系统资产负债表上注意到 2013 年 3 月 20 日美联储对外国央行有 80 亿美元的贷款。主要受到欧洲金融危机的影响，这一数字在最近的深陷经济衰退时达到了 3 250 亿美元的峰值。

今天最主要的工业化国家的特点是自由化或取消资本管制，金融和工业放松管制，浮动汇率。这些因素导致了资产市场的全球化。美国持有外国证券的规模是 1980 年的 10 倍。正如我们所说的，外国人持有 33.4%的美国政府债券。10%的美国公民持有外国股票，10%的美国公民持有外国债券。外汇交易额在 2010 年中期超过每日 4 万亿美元，是十年前的 2.5 倍，而且还在增长。外汇交易中份额最大的是美元。

所有这些情况都使我们无法在金融事务中独立行事，特别是在货币政策方面。从 2010 年希腊危机开始以来，我们已经开始痛苦地意识到这一必要性。

后来，几个月过去了，我们观察到这一危机蔓延到爱尔兰，并威胁到葡萄牙、西班牙和意大利，这一切对欧元形成了连续的压力。

随着过去几十年里全球化进程的加快，我们已经看到了传染效应的威力。例如，外国人购买了大量美国发明的住房抵押贷款支持证券，我们因此将金融危机出口到欧洲、亚洲和其他地方。我们现在正在进口欧洲的金融问题。这是不可避免的，因为只要我们和其他国家有贸易和金融关系，我们就会感觉到他们的问题所形成的冲击。目前，欧洲的形势对美国经济是个拖累。

当希腊问题首先在 2010 年中浮出水面时，欧洲人以他们平时洋洋自得的风格说道，“我们很聪明。我们采用了一种共同货币。欧元会拯救希腊。”但是实际上，希腊几乎使得欧元区沦陷。

欧洲的困境，特别是对学习美国历史的学生来说具有讽刺意味的是，今天处于挣扎中的欧洲与 18 世纪 80 年代和 90 年代美国所处的境况是相同的——当时我们试图决定我们的新国民政府与各州的权力。

我们解决了这个问题。我们成立了一个货币联盟；宪法赋予了美国国会发行货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

币的权力，并禁止各州发行货币。但是，与此同时，我们也建立了一个财政联盟。亚力山大·汉密尔顿认为，该殖民地的债务将合并成为美国的债务，美国总统华盛顿同意这一意见。这给了我们一个统一的财政，联邦政府有权代表整个国家进行征税和支出。这一假设是，这是所有州的最佳利益所在。

合并债务的举动最初遭到马里兰州和弗吉尼亚州反对，这两个州属于富裕的殖民地，基本上没有负债。因此，他们不愿意对马萨诸塞和康涅狄格州等挥霍的殖民地的债务承担责任。但是，在1790年的妥协中，马里兰州和弗吉尼亚州同意债务合并，如果马萨诸塞州和康涅狄格州同意国家首都放在波托马克——现在华盛顿的位置(Wood，2009)。这些事件与今天欧洲危机的相似性是惊人的、明确无误的。

然而欧洲尚未建立一个财政联盟。他们在1999年只成立了货币联盟，而直到2010年希腊出现问题时，这一机制运作良好，欧元成为一种强势货币。今天，他们在讨论授权欧元区债券发行成为欧盟19个国家的共同义务的问题。他们已经开始朝着这个方向走了一小步，这是他们走向一个财政联盟的第一步。要完成这个过程，他们必须遵循这些初始步骤，协调税收和支出政策，以及对总体债务的某种控制机制。德国一直反对这一点，因为在较弱的国家受益时，德国这样的强大国家将承担起的相关的成本。

但2012年7月，德国表示同意财政联盟的条件是，每个成员国都同意将其预算控制权转移到欧盟委员会。这将是一个非常重要的举措，这意味着每个国家都会放弃一定程度的主权。这些进展，综合起来意味着成就一个欧洲的美国。

一个共识似乎是，欧洲货币联盟必须采取下一步行动，因为希腊无法自救。然而，如果允许希腊退出欧元区，回到德拉克马，它将遭受更严重的后果。市场会使其货币立即贬值，那么希腊将无法从任何人处获得信用支持——它将没有任何机会从欧洲共同体获得信贷。而其他国家也将受到同样的痛苦，因为这将开创一个先例。

紧缩与刺激的政策辩论

作为最近世界性衰退的结果，全球货币及财政政策出现了一个显著异常。与传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

统经济理论中受到一代又一代追捧的观点,即在严重的经济衰退面前,各国应该追求刺激政策——降低利率,降低税收,与增加政府开支相反,欧盟却主张并实施了相反的政策。无视 2013 年欧洲国家仍然深陷于一场毁灭性的经济衰退中,失业率达到了两位数,而且在实际产出大幅减少的情况下,他们已经采取了强有力的削减债务、减少公共支出和提高税收的政策。这种信念是紧缩将增加对未来经济的"信心",并使其走出衰退。结果是,所追求财政紧缩政策使得所有经济体都变得更糟。欧洲央行在缓解这场灾难的问题上毫无作为,无论是增加贷款或降低利率。

在美国,一些国会议员和其他人士也提出了类似的政策。哈佛大学的卡门·赖因哈特和肯内斯·罗戈夫的研究无疑是火上浇油,他们认为债务上升导致实际产出和生产下降,特别指出,当公共债务超过 GDP 的 90%时,经济明显减速(Reinhart et al., 2010)。这一切正是那些主张立即削减债务和采取其他紧缩措施的政客、国会议员的观点所需要的支持。唯一的问题是,因哈特和罗戈夫的观点受到了马萨诸塞大学艾摩斯特分校的一些经济学家的挑战,这些人指出因哈特和肯内斯·罗戈夫他们的分析和所得出的结论是错误的(Polin et al., 2013)。数据并没有支持他们的主张。

很幸运的是,由于美联储的独立性,美国的货币政策追求刺激性措施,使美国经济没有重蹈上世纪 30 年代的覆辙,美国财政政策同样如此,尽管与一些国会议员们的意见相左。人们普遍认为,截至 2013 年中期,美国经济终于走上了持续复苏。最近,日本已经转向了一种积极的刺激政策,这似乎对长期低迷的经济衰退发挥了作用。

截至 2013 年初,因其给这些国家所带来的灾难的压倒性证据,欧洲偏好持续紧缩的情绪在消退。感谢国际货币基金组织的主任克里斯汀·拉加德,她提出警告并指出紧缩给欧洲造成了损伤。

在一篇讨论这个难题的文章中,普林斯顿经济学家、诺贝尔奖得主保罗·克鲁格曼一直强烈批评总体紧缩政策以及因哈特和肯内斯·罗戈夫的研究。他指出,官员和决策者会抓住任何支持他们观点的任何东西,他说:"在一定程度上,决策者和精英人士的观点利用经济分析的方式与醉汉使用路灯杆的方式一样:将其作为支撑,而不是照明(启迪)"(Krugman, 2013)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

美元的价值：一个政策性问题

外汇市场对所有主要国家的货币政策都很敏感。宽松的货币政策会降低该国货币相对于其他货币的价值。紧缩政策则提高其相对价值。影响美元价值的努力是由美联储在外汇市场进行购买或出售美元进行干预的货币政策行动。然而，在美国的制度下，美国财政部决定美元的总体政策，美联储采取行动来实施这一政策。①但我们刚刚提到的，美联储独立做出的货币政策决策对美元价值产生影响，这也是实情。因此，这是财政部的国际经济政策和美联储的货币政策可能会发生冲突的一个地方。然而，令人惊讶的是，他们很少这样发生冲突，因为他们在这方面有非常密切的合作。

在这一领域颇具讽刺意味的是，财政部通常会有一个"强势美元"的信念。这是说政治正确的东西，这听起来不错。但与此同时，出于各种原因，美联储可能会采取弱势美元的政策以促进美国的出口或改善贸易赤字。然而，对于美元的价值应该是多高或多低是有限制的。我们最近几年一直在测试美元的价值底线限制。

最近美国的政策已经将美元相对于日元和欧元等主要货币的价值贬值。这样的政策刺激出口，抑制进口，并帮助美国经济复苏。但是，风险在于，这样的政策在一定时候削减了对美国的外国投资。利率变得不再对外国人有吸引力，他们担心他们的投资会减少。在过去的十年中，情况一直是这样的，如中国、日本和韩国。所带来的风险是对增长产生负面影响，这减少了在最近几十年中美国迫切需要的资金。外国资本的流入抵消了美国的低储蓄率，使我们的利率远低于他们本来的水平。从这些插图中可以看到，一个国家的货币价值的波动会对整个经济的稳定产生严重的影响。

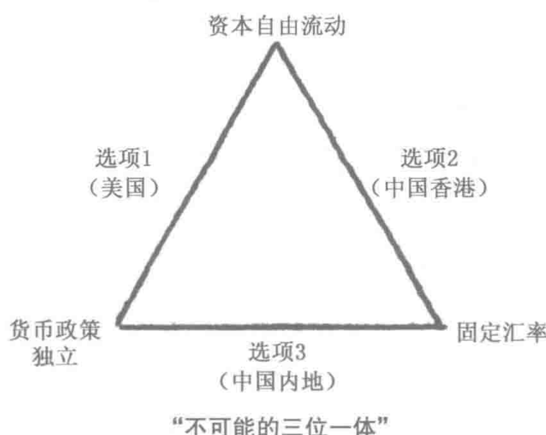
许多经济学家会认为美元或任何货币的价值水平与其稳定性相比，不是那么严重的问题。汇率波动阻碍贸易。稳定促进贸易。但是，正如我们之前所说的，市场中有一种对我们有利的因素。尽管经济理论提到，事实上，主要是因为安全港的说法，投资者仍然寻求以美元计价的投资，几乎不管美元的价值水平。我们今天仍然看到，即使美元处在巨大的压力之下，安全的避风港论调的基点仍然是对假设美元将持续稳定。

---

① 这样的交易是由"外国交易台"实施，也位于纽约联邦储备银行。它是美联储和财政部的货币交易部门。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

对于哪些变量希望由自己控制,哪些变量由市场决定,各国(地区)必须作出选择。在宏观经济理论中,有三个变量:一个独立的货币政策,资本自由流动和固定汇率,构成了一个所谓的"不可能的三位一体"理论。该理论认为,一个国家(地区)可以拥有其中任何的两个,但不能实现所有三个(Mankiw, 2006),见下图。



"不可能的三位一体"

在这所使用的例子是中国香港地区、中国内地和美国。中国香港地区实施固定汇率和自由资本流动,没有独立的货币政策。中国内地拥有独立的货币政策和固定的汇率,没有自由的资本流动。美国拥有独立的货币政策和自由的资本流动,没有固定的汇率。

举例来说,考虑一种可能性,即美国决定将美元相对于欧元的汇率固定在平价水平。也就是说,让美元在外汇市场上的价值等同于欧元。我们可以通过干预市场,购买美元,或者出售欧元来做这件事。我们可以强制两国货币实现平价,但如果我们将试图实现所有三个目标,这就违反了不可能的三位一体。为了达到这个目的,我们必须放弃什么?答案是我们必须放弃独立的货币政策。我们将必须使用货币政策来支持固定汇率,而不能将其用于其他用途,例如经济稳定。

关于美国联邦储备在美国政府中的法律地位

建国伊始,中央银行的法律地位一直是个问题。成立于 1791 年的美国银行,和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

成立于1816年的第二美国银行，旨在成为中央银行，因为国会许可的章程赋予它们为政府从事某些活动的权力。

它们是私人股东成立的有组织的私人机构，并能在私营部门开展与其他银行竞争的业务的事实试图加强它们并保证其合法性。但是这些私人性质的职能，是给这些银行造成麻烦的问题，并最终因为暴利和腐败的指控，导致了它们的灭亡。

美国联邦储备系统是美国建立中央银行的第三次尝试，在1913年成立时，它也倍受质疑和争论。有些人认为联邦储备是违反宪法的，因为这是一项根据美国宪法第1条第8款第5段即"铸造货币，并调议其价值"(Corwin，1978)的独家授权。在联邦储备法案中，国会并没有将这些宪法权力授予联邦储备系统，因此，有些人认为，联邦储备委员会发行的联邦储备票据是不合法的，因此我们的货币制度违宪。

至少有三个美国最高法院的决定保证了联邦储备的法律地位。第一个最高法院决定是在联邦储备系统成立的几乎一个世纪前做出的，但它为联邦储备的建立奠定了法律基础。这是麦卡洛克诉马里兰州的案子，裁决于1819年，也就是第二美国银行成立后的第三年。当时的情况是，马里兰州试图向在马里兰州流通的第二银行所发行的纸币征税。当时负责第二银行巴尔的摩分行的威廉·杰姆斯·麦卡洛克认为州政府不能对联邦政府机构发行的票据课税，他争辩的是第二银行的地位。在由首席法官约翰·马歇尔给出的书面意见中，法院裁定州政府不能对第二银行发行的票据征税，并进一步表示作为这个决定的一部分，国会建立可以发行纸币的银行的权力符合宪法规定。①

随后，美国国会通过了1863年国家银行法案，它授权财政部以纸币的形式发行法定货币，建立了国家银行，这反过来又被授权发行由国债支持的纸币(即，国家银行票据)。②麦卡洛克诉马里兰州的案子为这些票据奠定了宪法基础。

在1917年，在联邦储备法案通过4年后，发生了另一个挑战美联储及其开始发行的票据(即联邦储备票据)的宪法地位的最高法院案件。最高法院维持国会建立联邦储备系统以控制货币和货币供应的权力，因此，默认情况下，它也确实将宪法第1

---

① 麦卡洛克诉马里兰州，17 U.S.(4 Wheat) 316(1819)。讨论参见J.K.Lieberman(1992)。

② 见第1章，第9页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

条的部分权利赋予了新成立的联邦储备系统。①

另一个发生在 1935 年的案例也强调了联邦储备的货币发行权的法律地位。在这一案例中,诺尔曼诉巴尔的摩和俄亥俄铁路,法院裁定国会有权经禁止用黄金偿付美国政府债务的宪法权威。这是 1933 年黄金储备法案通过后不久,该法案消除了货币用金的私有制,它废除债券和其他证券中的黄金支付条款。即使是私人的合同,如需要用黄金支付,也不能执行。最高法院的裁决意义在于重申了纸币为法定货币,从这一时点起,纸币和支票是唯一的货币形式。②

法院的这一裁决似乎解决纸币和联邦储备系统的代理发行的合宪性问题。

中央银行资产负债表的一个解释

对中央银行资产负债表的分析提供了制定货币政策的大量信息。此外,它提供了深入了解导致采取货币政策行动的经济状况的洞察力。

第 190—191 页显示的联邦储备系统两个日期的资产负债表,其中一个显示了大衰退开始时中央银行的财务状况(2007 年 11 月 21 日),和另一个(2013 年 3 月 20 日)为写作本文的最近状况。这两者之间的账户的变化显示了经济下滑对美联储因其在 2007 年 11 月至 2013 年 3 月所实行的货币政策所产生的影响。

根据追踪商业周期的国家经济研究局(NBER)的研究,从 2009 年底起,经济开始由近期的衰退进入恢复阶段。但恢复也十分缓慢,时断时续,这使许多观察家,包括我自己,觉得我们仍未脱离险境。从美联储的角度看,经济复苏的脆弱性使得有必要继续实行宽松政策以刺激经济,并一直担心过早开始的紧缩政策可能拖延复苏,如果紧缩够强,可能让经济重新陷入衰退。这是 2012 年底的"财政悬崖之争"的主要问题,在一定程度上,今天这还是一个问题。

第 190 页和 191 页之间的最显著的变化是总资产从 2007 年 11 月的 8 945 亿美元增加到了 2013 年 3 月的 3.2 万亿,增长了 3.6 倍。这是美联储 100 年历史上的最大增

① 第一国民银行诉费洛斯,244 US 416(1917)。
② 诺尔曼诉巴尔的摩和俄亥俄铁路公司,294 US 240(1935)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

幅，并已获得国内的关注。实际上，它由购买证券刺激经济所造成。总共持有的证券的增加，直接代表了2.1万亿到2.3万亿总资产的增加。大约一半的增长是住房抵押贷款支持证券。

我们注意到有趣的是，截至2013年3月，美联储已经出售了其持有的全部短期国债，也就是那些到期日为一年或一年以内的证券。这是扭曲操作政策的结果，美联储出售收益率曲线上的短期债券，而买入相当金额的中长期债券。

资产总体增加中其他资产的增加占了其增加的很大部分，这代表着对外国货币和外国证券的持有，以及在经济衰退期间对非银行金融机构所作出的一些特殊贷款安排。还有中央银行的流动性互换也出现了增加，这代表了美联储向其他中央银行，主要是在欧洲的银行提供了美元贷款，以帮助他们应对金融危机。

在审查财务报表时，值得注意的另一个项目是特别提款权账户从22亿美元增加到了52亿美元。虽然与总数相比并不显著，但重要的是，它代表了美国对国际货币基金组织(IMF)的贡献的增加。记住我们在第2章对IMF作用的探讨。由于最近的全球金融危机，20国集团已经要求国际货币基金组织扩大角色，在协助有经济困难国家时更为积极，也就是，变得更像一个世界中央银行。为满足这些日益扩大的责任，188个成员国同意将国际货币基金组织的资金扩大到7 550亿美元。

特别提款权账户代表了国际货币基金组织各成员的份额，他们可以利用该账户来结算与其他中央银行的交易。账户中30亿美元的增加显示了美国对国际货币基金组织贡献的增加。

财务报表中有意思的是那些被标记为托收款项(4.97亿美元)，与其相对应的是待付现金项目(11.38亿美元)。这些项目的净值代表银行体系中的在途资金。第一个是美联储的应收账款。它代表了美联储提供给银行的尚未收回的信贷。另一个则相反，它是美联储在交易中收款但尚未计入所属机构的资金。因此，它是美联储的一种负债。二三十年前，这些账户的余额要高得多，达到或超过200亿美元。这归功于纸质支票和其他纸质支付手段的广泛使用，因此需要花费更长的时间来收款。它们的减少表明支付系统效率的提高，这在很大程度上是由于电子支付手段的增长所造成的，它几乎没有在途资金。

最后，一个项目应注意的项目就是资本账户。实收资本账户(275亿美元)代表根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

据美联储法案各成员行按其资本和盈余的 3%向联邦储备银行缴纳的资本金。其他资本账户相当于实收资本金,它代表该法案授权美联储在需要的情况下需缴纳的另外 3%的资本金。正如我们在第 11 章所讨论指出的那样,这额外的 3%从未需要缴纳过。

参考文献

1. Bernanke B, Laubach T, Mishkin FS, Posen AS(1999) *Inflation targeting: lessons from international experience*. Princeton University Press, Princeton.
2. Greider W(1987) *Secrets of the temple: how the Federal Reserve runs the country*. Simon & Schuster, New York, p.539.
3. Silber WL(2012) *Volcker: the triumph of persistence*. Bloomsbury Press, New York, pp.125, 180, 237.
4. Wood GS(2009) *Empire of liberty: a history of the early republic, 1789—1815*. Oxford University Press, Oxford, p.162.
5. Reinhart C, Rogoff K(2010) "Growth in a time of debt." *The American Economic Review*: Papers & Proceedings 100, May 2010, pp.573—578.
6. Polin R, Herndon T, Ash M(2013) "Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhard and Rogoff." Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, 15 Apr 2013.
7. Krugman P(2013) "How the case for austerity has crumbled." *The New York Review of Books*, 6 June 2013, pp.67—73.
8. Mankiw NG(2006) *Macroeconomics*, 6th edn. Worth, New York
9. Corwin ES(1978) *The constitution and what it means today 1978 edn*, Fifth Printing, Revised by H.W. Chase and C.R. Ducat. (Princeton NJ, Princeton University Press, 1990), p.95.
10. Lieberman JK(1992) *The evolving constitution*. Random House, New York, p.147.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

第13章 与美联储之缘：一些个人回忆

在前几章中，我讲述了一些在美联储的个人经验。这些经验与货币政策、银行监管、与国会的关系以及其他联邦机构有些相关。在本书的最后这一章，我收集了当时对我而言比较有意思的一些对其他事件和情况的回忆。我希望读者也能从中找到乐趣。

我在联邦储备系统的职业生涯使得我有独特的机会参与美联储行动和政策的各个方面。我最初是里士满储备银行的研究经济学家，我参与了货币政策的制定和执行过程，与银行总裁参加了联邦公开市场委员会的几次会议。在这个角色中，我遇到前美联储主席威廉·麦克切斯尼·马丁，并观察了他的领导风格。

在里士满的时候，我发现我特别喜欢与团体会见，并向他们介绍联邦储备所扮演的角色。这包括作为客座讲师被邀请到学院和大学和学生们见面交谈。我发现，令我惊讶的是，在20世纪60年代的那些日子里，除了银行业因其本身受制于它的监管或是学术界的少数人之外，人们对美联储的知识非常贫乏，也对它不感兴趣。

近几十年来，随着美联储在经济中扮演的角色越来越明显，这一切都发生了根本性的变化，而这一切都因为我在前面几章中所讨论到的各种各样的原因。

但我对美联储的历史及其在国家经济中的日益增加的重要性都很着迷。我从一开始就相信，如果公众对我们的作为以及为什么这么作为有更好的理解，这将是我们的优势。这就是为什么，以及现在，我欢迎任何向其他人释疑美联储的机会。正如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

1913 年 12 月 23 日通过联邦储备法案后的第一百个周年纪念日正在临近，我相信对这种理解的需求比以往任何时候都要大！

我与亚瑟 · F.伯恩斯的关系

以我在里士满工作作为开端，我对美联储运营的其他方面很感兴趣，在里士满工作大约六年后，我被告知董事会正在寻找一位新人来担任预算主任的职位。我不知道这会带来什么，但我知道我很感兴趣。我被邀请到华盛顿的董事会，并被几名高级工作人员面试。然后，我被告知，主席希望看到我。我很惊讶，但很高兴，因为我还没有见过亚瑟 · 伯恩斯博士，他已经成了美联储的主席。我和他的关系最终被证明是我在美联储的生涯中的最精彩的部分。

有人告诉我，主席对这个职位感兴趣的原因是，他被要求例行去众议院和参议院银行委员会作证。这些委员会都是以美联储批评者，如德克萨斯议员赖特 · 帕特曼和威斯康星州参议员威廉 · 普罗克斯迈尔马首是瞻。这些人和其他委员会成员都喜欢对美联储的预算，特别是其自由裁量支出找茬，在许多情况下，他们认为这是浪费公共资金。伯恩斯不知道这些支出，这使他在作证时非常尴尬，然后被媒体找茬。因此，他的计划是建立一个内部预算控制办公室，他将其比喻为一个迷你版的行政管理和预算局(OMB)。有人告诉我，他在寻找一个强悍的人来运行它，要求不只是控制所有的自由裁量支出，还要保护他使他不要处理这些他认为微不足道的问题。他想与国会讨论的是货币政策。

亚瑟 · 伯恩斯不是一个平易近人的人，他不会使新人很快感到放松。我们仍然有一个相对亲切的交谈，但当我离开的时候，他送我到门边说，“现在，华莱士先生，你是一个温文尔雅的人，而且我不确定你很适合这份工作。我要的是一个七英尺、可以站在门口，对储备银行的行长和其他官员说‘不’的人，如果你认为他们不恰当地花了美联储的钱的话。”

我回家想，这个机会可能泡汤了。大约一周后，我收到了董事会提供我这份工作的信函，所以你可以想象到我的惊喜。我在主席伯恩斯那里过关了。

我很快就开始工作，并开始与所有 12 位储备银行总裁及员工建立起了良好的合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

作关系，并对预算编制过程和敏感支出的处理进行了研究。我总是想知道我的工作表现是否令他满意，但我没有得到主席本人的反馈。一天，这发生了改变，当时他刚从辛辛那提返回他的办公室，他被要求就新成立的美联储辛辛那提分公司的贡献做一个发言。我被他叫到办公室，他对我说："华莱士先生，我刚刚发现了辛辛那提分公司！我想知道你为什么让他们建造这样一个奢侈的建筑。我敢肯定，我将不得不向国会解释，如果他们发现了它。"

我想，"哇！我的工作范围改变了，我还不知道呢。"我试着向他解释，这是由他主持的董事会批准了这一建筑的预算，我没有参与其中。他反驳道："是的，但是你应该看住这些事情！"于是，我自作主张地扩大我的角色，更密切地关注预算和支出过程的各个方面，包括资本支出，因此，我们能够保持使得主席免于尴尬。辛辛那提分行从未成为国会的一个问题。

在后来的几年中，有几个机会可以在储备银行担任更高的职务，而且，我最终动了心，因为这些地点的工作机会有更多的社区参与，我很喜欢这一点，还有一个事实是，待遇远远好于华盛顿的水平。在华盛顿，我们受制于联邦政府的薪酬规模。

这一机会出现在我为董事会工作大约三年后。费城联邦储备银行向我提供第一副总裁兼首席运营官的职位。我认识并且尊崇储备银行行长戴维·伊斯特本，他也是一位经济学家，我知道我会喜欢和他一起工作。我去了费城，会见了他们的董事会，并告诉戴维·伊斯特本，我会接受这份工作。

第二天，我回到华盛顿的办公室，接到伯恩斯秘书的一个电话。她说，"主席要见你！"我问她是否知道他是因为什么事情想要见我，她说，"我想是关于费城的事。"我知道我有麻烦了。

我去了主席办公室，他说："现在，我想让你坐在这里向我解释为什么你要去费城。"我试着解释，它代表着工作进步，我已经尽我所能地在董事会工作，但没有被董事会本身任命，并且，当然这是一个政治问题。伯恩斯抽了几口烟斗，说，"好吧，让我告诉你，你在这里做什么比任何你能在费城做的更重要。而且，你在这里还没走到尽头。我准备为你设立一个职员董事的特殊职位，这将使你高于其他董事会的工作人员。"

我处于进退两难的境地。我回到我的办公室，给戴夫·伊斯特本打了个电话，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

说，“你肯定猜不到发生了什么。”他说，“是的，我想我可以猜到。你去见了主席。我已经猜到我们不能把你从他身边带走。”

最后，我知道我在亚瑟那儿的位置，这让我感觉很好，但我一直想知道，我留在董事会作为职员董事而不是去费城是不是一个正确的决定。

与其他机构和外国中央银行的关系

当我是董事会的工作人员的时候，我与其他一些联邦机构保持着密切的工作关系。其中包括财政部、公共债务局、政府金融事务局、制版与印刷局、铸币局和保密局（当时在财政部）。另外，我与农业部门因美联储处理食品券、与联邦调查局因银行相关的安全问题、与国家安全局（NSA）因对敏感经济数据的保护而保持联络。

这段时间因为彩色复印机的扩撒，对伪造货币的关注达到了很高的水平。世界各地的央行开始担心这些复印机会将伪造货币的“艺术”带到每个人的家中。经验表明，特别是在美国，几乎所有像钱的东西都可以使用。这个事实反映了正反两个方面。一方面，它表明了人们对美元有很高的信心，因为用户每次使用它时不必质疑其合法性。但其缺点是，造假者甚至用最容易生产的、最粗糙的伪造就能蒙骗过关。

由于这种担忧，美联储和财政部产生了两个完全不同的方案：(1)生产一元硬币，消除流通中的一部分纸币从而减少假冒的建议，和(2)提出了各种各样使得流通货币更难伪造的建议。

一美元硬币

自没有进入流通领域的最初的老旧的车轮——或艾森豪威尔美元以来，第一次对美元硬币的尝试是苏珊·B.安东尼美元。铸币局有了铸造安东尼美元的想法，并强力推动国会且获得批准。美联储对此并不热心，因为在我们看来，如果不采取行动使得一美元纸币从流通中退出，就没有什么能使得一元硬币(哪怕是小小的一个)获得流通。

美联储董事会被要求在国会委员会前对铸币局有监管权的政府部门的运作作证。通常而言，当董事会被要求在国会面前作证时，主席会亲自前往或指定另一名董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

事会成员作证。在安东尼美元这件事情上，没有一个董事会成员愿意作证，所以我作为一名职员董事被分配了这一任务。这是许多年来第一次一个职员被要求在一个国会委员会面前代表联邦储备作证。

在我的官方声明中，我作证说，美联储的立场是，我们不赞成发行硬币，因为我们不相信它会流通，并认为，这将为公众节省数百万美元，我们不准备建议取消一美元纸币。我们认为，如果这一建议被提出，它应该来自对国家的货币和硬币有最终的总体责任的财政部。（我以为会在桌下被铸币局的董事斯特拉·海克踢一脚，她是安东尼美元强烈推动者，当时正坐在我旁边。但我们是好朋友，她没有踢我。）

在提问之后，尽管事实上我以为自己已经在准备好的发言中清楚地表明了美联储的立场，委员会主席弗兰克·安南齐奥问道，“华莱士先生，你为什么要把这枚硬币放到别人的喉咙?”我曾经多次观察到国会议员们不在意正在发生的事情这样的例子，这只是其中的一例。所以我重复了我的话。但是，尽管我的职位不高，我的名字将永远与苏珊·B.安东尼美元联系在一起。我甚至被邀请到白宫去为吉米·卡特总统就这枚硬币进行官方介绍。

就在那一次，我遇见了苏珊·B.安东尼，是硬币原型人物的大侄女。她跟我说在这枚硬币上她姑姑看起来太漂亮了。她想起了她的姑妈是“一个很难看的女人”，而不是硬币上的这个漂亮女人。

正如我们所预料的，安东尼美元没有流通，整个事件首先被公众看作是一个不好的概念，完全是一个灾难。然而，一个鲜为人知的事实是，财政部在这方面获利丰厚。大约 8.5 亿的铸币以每枚 0.03 美元的成本制造。大约 2.5 亿美元立即进入流通领域，再也不可能被看到。剩下的 6.0 亿美元在联邦储备银行金库的地板上堆了几年，直到财政部最后收回大多数铸币并在他们的检测机构将其熔化。但是，如果你算算数，很明显，银行支付硬币的面值，2.5 亿美元的收入由财政部得到，而生产整个 8.5 亿美元铸币的成本为 2 550 万美元，财政部获得净利 2.245 亿美元。

货币伪造

另一种努力，即保护货币免受假冒，原来是我在美联储的整个职业生涯中所参与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的最有意思一个的项目。我参加过纽约储备银行关于这一主题的一次会议，英格兰银行和加拿大银行负责货币印刷的主管们出席了会议。他们走过来告诉我，他们中央银行的行长与伯恩斯主席谈起过成立一个由英语国家的中央银行组成的委员会来保护货币免受造假，尤其是彩色复印机造假。

当那次会议结束后我回到华盛顿时，伯恩斯主席告诉我委员会正在组建之中。他们也会要求澳大利亚和新西兰加入美国，英国和加拿大这个群体。他说，五个中央银行对此事高度优先考虑，他希望我参加委员会。我被要求接触制版印刷局(BEP)和保密局(承担实施防伪的法律责任)，请他们来参与。他们都同意派各自的主管作为该委员会的成员。

令我大为惊讶的是，几天后，我被邀请到主席办公室讨论委员会的问题。我不知道发生了什么事，但当我到那里时，伯恩斯告诉我，各大中央银行的负责人已经同意由一个美国人主持委员会。他接着说，"因此，你去主持吧。"我说，"但是，主席先生，我并不熟悉货币制造的所有技术细节，我们有 BEP 和保密局的主管在委员会中，在这个问题上他们都比我更胜任。"他说，"那没关系。我听说这两个人都有特别的斧子要磨，你是个中立派。所以你要去主持！有什么问题吗?"我说："不，先生，我很乐意去做。"

当我回到我的办公室，我接到了来自英格兰银行的货币印刷厂主管迈克尔·卡贝克的电话。他说："我刚听说你是我们的主席。我很高兴期待着与您合作。而且，顺便说一下，你不要担心在这个领域没有背景。我们会带来你所需要知道得一切。"迈克尔和我在这个项目上很快成了朋友，今天依然如此。我从其他中央银行，并且令我惊讶的是，包括 BEP 和保密局，得到了类似的信息。我不是很确定我到底在做什么，因为我在这里主持一个其他所有人对于这一主题都知道得比我多的国际委员会。

委员会立即投入工作，并在后来的几年，我们检查了墨水，印制钞票的纸张(或其他物质)，钞票的颜色和设计等每一个可以想象到的方面。我们甚至聘请了消费者调研公司测试公众对钞票的设计和颜色的某些变化的反应。

我们知道，委员会给出的建议在每一个国家都是统一的，但是就保护功能而言，他们最终会变得非常相似。我们也知道，这些建议将不得不提交到美国财政部，因为财政部对美国的货币和硬币的设计、颜色、面额或任何其他变化具有最终决定权。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

此，我们预料到在我们到达这一点时，会有一些政治问题需要考虑。

虽然其他国家也面临类似的审批障碍，但所有其他国家的中央银行都比我们在美国有更多的下放权力来实施这些变化。例如，在所有涉及这方面的努力的其他国家，都已决定在早期取消面值最低的纸币——加元，澳元和英镑——用等面值的硬币取而代之。这些变化基本上是在中央银行的权力下进行的。而在美国实行这个改变，需要国会通过一项法案，并将遭到强烈反对。虽然我们能证明这样的改变会为美国纳税人节省许多，也可能会导致 2 美元纸币的流通量增加，就像在加拿大那样，我们从未有过一个愿意走出来面对这一任务的财政部长。

因为所有这些原因，其他国家都能比我们更早地实施他们的变化。在美国，差不多是这个项目开始 15 年后，我们才能够实现一些我们建议的最重要变化。这些措施包括扩大钞票上的肖像，并使它偏离中心，钞票上制造水印(不能用复印机复印)，某些面值的纸币的肖像周围使用微型打印，使用反射性密封使得在不同角度的光线下改变颜色，在钞票上增加其他的颜色，以及导致钞票复印件明显受损从而确认为假冒的、涉及墨水和纸的成分的某些隐性变化等。

有趣的是，在纸币中使用的颜色成为我们所建议的变化中最有争议的一个，我们所建议的一些高辨识度的颜色改变方案没能得到批准。同时，改变不同面值的纸币大小的建议被否决。最后，我们建议的一个更重要的改变，将印制钞票的基底从纸质改为另一种材料的建议被否决。在这方面，对杜邦为我们开发的一种材料(现在被称为特卫强，现在普遍使用于正在建设中的建筑的密封)进行了测试。这种材料几乎是坚不可摧的，我们对其用于使用较多的面值的钞票期待甚高。事实上，澳大利亚在他们某些面值的货币上采用了这种材料，效果非常好。

当然，这些建议中的许多建议也遭到了不同利益集团和游说团体的反对。印钞纸生产商，自 BEP 成立以来就承揽了美国货币印制业务的科瑞恩(Crane)，希望我们继续使用印钞纸。代表视力受损的组织也表达了关注，因为他们的选民依靠对货币的触觉来确定货币的真实性及其面值。

有一次，我们的委员会正在讨论关于货币的雕刻深度的问题。这个深度是用微米测量的，我不知道英里和微米的区别。究竟什么样的深度能最有效的防止伪造，也就是它的深度应该是 20，30 或 40 微米，在这一问题上我认为我们已经进行了太冗长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

的讨论。在听了几个小时的讨论之后，在讨论间隙，我终于脱口而出，“我认为我们应该用 30 微米！”当时围在桌边的人都看着我，一片死寂。于是，我的朋友迈克尔·卡贝克说，“好！我们的主席说，30 微米，就这样，这就是我们的标准。”我心想，“我的天啊！我做了什么？我对此一无所知。”但是我们采用了 30 微米的深度，据我所知，这些国家的货币的制版深度仍然是 30 微米。

伯恩斯时代的结束

不管我认为亚瑟对联邦储备系统做出了多么杰出的贡献，但他在美联储以美元贬值而终结其任期。许多观察家将其担任美联储主席的几年视为中央银行失去对通货膨胀的控制的几年。同时，因为他与总统理查德·尼克松关系密切，他将永远被视为在实施宽松货币政策来确保 1972 年尼克松连任。

虽然我从来没有认为这一指控具有可信性，但也不能证明这不属于他的动机的一部分。了解这人的正直以及他不允许中央银行卷入政治，甚至表现出政治偏袒的无休止的决心，我很难相信他有意识地让货币政策被他所认为对美国经济最好的动机之外的任何其他动机所左右。

更广泛的指控称伯恩斯使得通货膨胀变得难以得到控制，很难说这一指控是丝毫没有道理的。我们在第 12 章详细讨论了连续三位总统（尼克松，福特，卡特）在怎样理解如何控制通货膨胀方面的困难。伯恩斯在他的整个任职期间确实有对 FOMC 指挥控制，使得他能够启动与后来保罗·沃尔克同样严厉的政策。我们只能得出结论，他认为没有必要这样做，也许是出于对这样做所造成的市场波动的担忧，或者是因为他认为美联储不可能在吉米·卡特的民主党执政期间解决这一问题，尽管沃尔克后来证明了后一假设是不正确的。按照伯恩斯自己的个人看法，他憎恶通胀，而不幸的是，他因无法控制它而被世人记住。

G.威廉·米勒的空位

当卡特总统 1978 年拒绝任命伯恩斯为主席时，他辞去在董事会的席位，并在美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

国企业研究所短暂地呆了一段时期，随后于1981年被任命为美国驻联邦德国大使。

威廉·米勒，一位支持卡特的民主党人，有出任本届政府职务的机会。他是德事隆(Textron)成功的首席执行官，曾长期担任波士顿联邦储备银行的C类董事。卡特任命他为美联储主席，这在联邦储备系统无异于平地惊雷。正如我在第12章指出，米勒是自威廉·麦克切斯尼·马丁以来，首位非经济学家担任美联储主席。

米勒知道他不是货币政策方面以及美联储负有责任的其他许多领域的专家，他从一开始就对此开诚布公。结果，他大量依靠工作人员干活。大多数的高级员工都很欣赏这个事实，并为之尊重他。我们都承认他是个很快的学习者。

有一个插曲让我认为他是一个聪明的人。他被邀请去里士满为这一储备银行的新大楼做开幕演讲。他邀请我和他一起去旅行，因为他知道我认识很多人。我们驱车从华盛顿去110英里之外的里士满，米勒和他的妻子坐在后座，我和司机的前座。他在准备文章，我以为他在准备他的演讲。我想，如果他需要我的帮助，他会问我。当我们开车到里士满，到银行只有5分钟车程时，米勒把文件收起来。然后，他转向我问道，“比尔，对这些人我该说些什么?”我想，“我的天啊！他没有写演讲稿!”我知道那里会有数以百计的人而且会有新闻记者报道。

我提供了一些想法，诸如告诉他们大楼是如何的美丽并向他们表示祝贺他们，提醒他们建筑是以人为本，然后称赞在那里工作的人。当他登上讲台时，他听从了我的建议，但只花了大约2分钟的时间。然后，他开始了我曾经听到过的最美丽的一个演讲，完全的即兴演讲。他谈到了货币政策，我们面临着恶性通货膨胀的经济问题，当时确实如此，以及一些其他问题。这使他像一个经验丰富、见多识广的美联储领导者。

比尔·米勒在美联储担任主席的短暂任期所做的一切都仅仅历时18个月。他离开时，给许多人留下了深刻的印象。他任期的结束是因为卡特总统决定在1979年中整顿他的内阁。卡特总统被当时的经济问题所包围，通货膨胀只是其一。所以被解雇的一个内阁官员是财政部长迈克尔·布鲁门塔尔。卡特立即任命米勒担任财政部长。

当这一整顿被宣布时，我正在伦敦。我和我的英国和加拿大的朋友是在酒店酒吧的电视上听到这个消息。这是我们在回家前的晚上。我被问到我认为卡特会任命

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

谁取代布鲁门塔尔。我说，根据米勒与总统亲密的关系，如果他任命米勒我是不会感到惊讶的。所以我又被问道，“嗯，那么，谁会在美联储代替米勒？”我记得我说过，在我看来，只有一个人当之无愧，尤其是在这个时候，这就是保罗·沃尔克。直到次日下午我回到华盛顿，看到报摊上的标题才知道我的两个预测都是准确的。我想，“哇，我希望我已经对此下了一把注。”这是我第一次在两个事件上都做出了正确的估计。

保罗·沃尔克的勇气

尽管我对亚瑟伯恩斯充满爱和尊敬，以及与比尔·米勒建立起来的短暂而又宝贵的关系，但我在美联储主席的经验的亮点主要出现在保罗·沃尔克担任主席期间。直至今天，我相信保罗·沃尔克是最佳的美联储主席，包括他的两位后任。他为国家所做的成就比任何其他中央银行主席都要多，而且任何一个阅读新闻的人都知道，即便在 86 岁的时候，他仍然积极参与到试图给金融体系和经济上带来进步的活动中。

因为两个主要成就，沃尔克在很早就被人记住。第一个是他在协助各国在 20 世纪 60 年代末和 70 年代初从布雷顿森林协定转型并建立浮动汇率制度上所发挥的作用，这是他担任尼克松政府财政部副部长时候的事情。第二大成就就是他在 20 世纪 80 年代初刚刚被任命为美联储主席后成功地解决了通货膨胀问题。

这些事迹在前面的章节中——首先是第 2 章，其次是在第 12 章中得到广泛地讨论。此外，沃尔克本人还在其《改变命运》(*Changing Fortunes*)一书中讨论了他自己在这些事件中的作用，本书对其也有参考。更进一步详细讨论请参考威廉·西尔伯的书《沃尔克》，本书对其也有参考。我已经讨论了我自己与主席和联储理事会在 20 世纪 80 年代初针对通货膨胀开战时所采取的紧缩政策中发挥的作用。因此，似乎没有必要在这里重复这些细节。

保罗·沃尔克因其在抗击通货膨胀方面所取得的成就而被普遍认为是英雄。他的继任者，艾伦·格林斯潘和伯南克，都给了他这个荣誉。这个荣誉在我看来是名副其实的，因为自他上世纪 80 年代的行动以来，通货膨胀已经切实地被控制住。

这就是为什么我认定沃尔克为美联储最好的主席，因为他知道需要做什么，他就做了，谁也无法说服他改变他的路线，无论当时身上的政治压力和批评有多大。在我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

和他个人的关系中，我观察到了这一固执的特点。沃尔克一旦下定了主意，认为某一个特定的行动路线是正确的，几乎不可能让他改变主意。这一特点成就了他。他知道有几次他所采取的行动可能会使他与国会和总统之间的关系处于危险之中。但他仍做了他认为对国家长远利益最好的事情，事实证明他做的是正确的。

自从离开美联储主席职务之后，沃尔克一直积极在银行业、银行监管和经济政策等相关的事宜上为总统和国会委员会提供建议。人称“沃尔克规则”由他提出，并被写进了 2010 年的多德—弗兰克法案。在这条规则之下，他主张不允许银行用客户的钱赌博，或者更客气地称之为“自营交易”。他认为，如果机构想从事这种高风险的交易，这些活动必须通过严格的公司架构或防火墙与银行的主要活动隔绝，以保护储户的资金免受这样的交易所造成的任何损失。即使监管机构难以确定自营交易和普通做市交易的区别，后者是银行必须适当地投资客户的资金，对这种区别的澄清很快就要到来，因为沃尔克规则已经入法，实施和执行的最后期限迫在眉睫。

在我认识保罗·沃尔克的几年里，我一直认为他在完成一个拯救世界的使命。这个世界主要是金融世界，但在最近几年，他将范围进一步扩大了。他创立了由商业和金融领域的顶尖思想家组成的“沃尔克联盟”。他的目标是提高公共服务质量。他总是有一种根深蒂固的信念，即公共机构工作做得不好，因为那些干这工作的人不是最好的。这可能是由于不好的报酬，低标准的录用，不明确的任务，以及没法开除那些表现不加的人，等等。他试图扫除这些病根，带来改变。我最近和他有过一些信件往来，86 岁的他对这个新的使命非常热情，因为他对美国经济和公众的奉献是终生的。我预测，正如他以前所做的一切，他会成功的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

后 记

既是联邦储备史，同时也是货币和银行的教科书、个人的回忆录，本书详细介绍了威廉·华莱士博士在影响我们和世界货币政策的漫长职业生涯中的观察与经验。不幸的是，华莱士博士并没有亲眼看到本书的出版，因为他在本书进入最后的校对过程时（仅仅几周后就是他的第八十个生日）在睡眠中意外辞世。在编辑和校对本书时，我们试图尽可能地保留比尔的原样。我们特意不对书中的表格和数据做任何的更新，保留了比尔交给我们时的手稿形式。据我们所知，至2013年12月1日，关于文本中的事实陈述是正确的。我们真诚地希望华莱士博士对他的作品的出版感到满意，我们希望你能在阅读中发现同样的乐趣。

本书是华莱士博士在北得克萨斯大学从教的一项成果。他在经济学系任教十多年。这本书从他的货币政策研究生课程笔记开始，通过与学生、老师、朋友和同事以及后来继续担任顾问工作中的互动，慢慢变成长篇著述。毫无疑问，比尔也要感谢很多人在他的写作的过程中给予的重要投入，但不幸的是，我们没有协助过他的人员名单。如果你是那些有机会与华莱士博士交流过他的事业、他的生活和/或这部手稿的少数幸运者，请接受我们真诚的感谢。你们所有人在华莱士博士最后这本出版物中有自己的贡献。像比尔这样谦卑的人，他也将会向你们致谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

文献资料

书籍

1. Ahamed L(2009) *Lords of finance: the bankers that broke the world*. Penguin, New York.

2. Bagehot W (1873) *Lombard Street: a description of the money market*. Scribner-Armstrong; reprinted by Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL, 1962, with new introduction by Frank C. Genovese.

3. Bair S(2013) *Bull by the Horns*. The Free Press, New York.

4. Bernanke BS (2000) *Essays on the great depression*. Princeton University Press, Princeton.

5. Bernanke BS, Laubach T, Mishkin FS, Posen AS(1999) *Inflation targeting: lessons from international experience*. Princeton University Press, Princeton.

6. Bernstein PL(2000) *The power of gold: the history of an obsession*. Wiley, New York.

7. Board of Governors of the Federal Reserve System (2005) *Purposes and functions of the Federal Reserve System*, 9th edn. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

8. Bordo MD(ed)(1998) *Money, history and international finance: essays in honor of Anna Jacobson Schwartz*. University of Chicago Press, Chicago.

9. Bruner RF, Carr SD(2007) *The Panic of 1907*. Wiley, New York.

10. Burrough B, Helyar J (1989) *Barbarians at the gate: the fall of RJR-Nabisco*. Harper & Row, New York.

11. Chandler LV (1958) *Benjamin strong, central banker*. The Brookings

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Institution, Washington, DC.

12. Chernow R(2004) *Alexander Hamilton*. The Penguin Press, New York.

13. Corwin ES(1978) *The constitution and what it means today 1978 edn*, Fifth Printing, Revised by H. W. Chase and C. R. Ducat. (Princeton NJ, Princeton University Press, 1990).

14. Ferguson N(2008) *The ascent of money: a financial history of the world*. The Penguin Press, New York.

15. Friedman M, Schwartz AJ(1963) *A monetary history of the United States, 1867—1960*. Princeton University Press, Princeton.

16. Greider W(1987) *Secrets of the temple: how the federal reserve runs the country*. Simon & Schuster, New York.

17. Greenspan A(2007) *The age of turbulence: adventures in a new world*. The Penguin Press, New York.

18. Hubbard RG, O'Brien AP(2012) *Money, banking, and the financial system*. Prentice-Hall, Boston.

19. Kaufman H(2000) *On money and markets: a Wall Street memoir*. McGraw-Hill, New York.

20. Keynes JM(1936) *The general theory of employment, interest and money*. Harcourt, Brace, New York.

21. Kindleberger CP(2000) *Manias, panics and crashes: a history of financial crises*, 4th edn. Wiley Investment Classics, New York.

22. Lewis M(2010) *The big short*. W.W. Norton, New York.

23. Lieberman JK(1992) *The evolving constitution*. Random House, New York.

24. Lind M(2012) *Land of promise: an economic history of the United States*. Harper Collins, New York.

25. Lowenstein R(2000) *When genius failed: the rise and fall of long-term capital management*. Random House, New York.

26. Mankiw NG(2006) *Macroeconomics*, 6th edn. Worth Publishers, New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

27. Mayer M(1993) *Nightmare on Wall Street: Salomon Brothers and the corruption of the marketplace*. Simon and Shuster, New York.

28. McKinley V(2011) *Financing failure: a century of bailouts*. The Independent Institute, Oakland.

29. Meacham J(2008) *American lion: Andrew Jackson in the White House*. Random House, New York.

30. Meltzer AH(2003) *A history of the federal reserve, volume I: 1913—1951*. The University of Chicago Press, Chicago.

31. Meltzer AH(2009) *A history of the federal reserve, volume II, book 1: 1951—1969*. The University of Chicago Press, Chicago.

32. Meltzer AH(2009) *A history of the federal reserve, volume II, book 2: 1970—1986*. The University of Chicago Press, Chicago.

33. Meulendyke A-M(1998) *Purposes and functions of the Federal Reserve System*. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC.

34. Mishkin FS(2010) *The economics of money, banking and financial markets*, 9th edn. AddisonWesley, Boston.

35. Paul R(2009) *End the fed*. Grand Central Publishing, New York.

36. Paulson HM(2010) *On the brink: inside the race to stop the collapse of the global financial system*. The Hachette Book Group, New York.

37. Rand A(1957) *Atlas shrugged*. Penguin, New York.

38. Schumpeter JA(1959) *History of economic analysis*. Oxford University Press, New York.

39. Siedman LW(1993) *Full faith and credit: the great S&L debacle and other Washington sagas*. Times Books, New York.

40. Silber WL(2012) *Volcker: the triumph of persistence*. Bloomsbury Press, New York.

41. Smith RC, Walter I(2003) *Global banking*, 2nd edn. Oxford University Press, New York.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

42. Sorkin AR(2009) *Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system—and themselves*. The Penguin Group, New York.

43. Steil B(2013) *The battle of Bretton Woods: John Maynard Keynes, Harry Dexter White, and the making of a new world order*. Princeton University Press, Princeton.

44. Stewart JB(1991) *Den of thieves*. Simon & Shuster, New York.

45. Stiglitz JE(2012) *The price of inequality: how today's divided society endangers our future*. W. W. Norton, New York.

46. Thornton H(1802) *An inquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain*. Reprinted by Augustus Kelly, 1962 New York, NY, USA.

47. U. S. Central Intelligence Agency(2010) World Factbook, Langley, VA, USA.

48. Volcker P, Gyohten T(1992) *Changing fortunes: the world's money and the threat to American leadership*. Times Books, New York.

49. Wolman D(2012) *The end of money: counterfeiters, preachers, techies, dreamers—and the coming cashless society*. DaCapo Press, Boston.

50. Wolff EN(2004) *Recent trends in living standards in the United States*. Edward Elgar Publishing, London.

51. Wood GS(2009) *Empire of liberty: a history of the early republic, 1789—1815*. Oxford University Press, Oxford.

论文

Ackerman A(2012) "SEC arms itself to better track trades." *The Wall Street Journal*, 12 July 2012 Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, Basel III(2010).

International framework for liquidity risk measurement, Basel, Dec 2010.

Eaglesham J, Justin B(2010) "SEC to target bank 'Window Dressing'."

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

Financial Times, London, 17 Sept 2010.

Hackenthal A, Reinhard HS(2004) Financing patterns: measurement concepts and empirical results. J.W. Goethe-Universitat working paper No. 125, Jan 2004.

Krugman P(2013) "How the case for austerity has crumbled." *The New York Review of Books*, 6 June 2013.

Polin R, Herndon T, Ash M(2013) Does high public debt consistently stifle economic growth? A critique of Reinhard and Rogoff. Political Economy Research Institute, University of Massachusetts, Amherst, 15 April 2013.

Reinhart C, Rogoff K(2010) "Growth in a time of debt." *The American Economic Review*: Papers & Proceedings 100, May 2010.

报纸

Barron's. Dow Jones, Inc., 16 July 2012.

The Economist, vol 397, Mar 11, 2005; vol 399, Apr 30, 2008; vol 400, July 29, 2008; vol 401, 16 Oct 2009.

The Institutional Investor Magazine. Dec 1997.

The New York Times. Risk builds as junk bonds boom, 16 Aug 2012.

The Richmond Times Dispatch, 22—24 Jan 1998.

The Wall Street Journal. Treasury decides to offer floating-rate notes, 2 Aug 2012.

The Wall Street Journal. Taking stock, 12 July 2012.

The Wall Street Journal. Century bonds: 100-yr tax-exempt municipals, 3 Feb 2011.

The Wall Street Journal. Libor—an important Benchmark, 5 Sept 2007.

The Wall Street Journal. Barclays pays $451.6 million settlement, 17 July 2012.

The Wall Street Journal. Estimated notional value of derivative contracts: $583 trillion, 13 Apr 2011.

The Wall Street Journal. New York Reserve Bank Director, Stephen Friedman, 4 May 2009.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

证词

Bernanke BS(2007) Testimony before the joint economic committee of congress http://www.Federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004.

Rivlin AM(2012) The case for preserving the federal reserve's dual mandate. Testimony before the House Financial Services Committee, 8 May 2012.

统计公告

Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistical Release H. 6. Money stock measures, 24 May 2012. www.federalreserve.gov/releases/H.6.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistical Release H.4.1. Factors affecting reserve balances, 24 May 2012. www.federalreserve.gov/releases/H.4.1.

Board of Governors of the Federal Reserve System, Statistical Release H. 8. Assets and liabilities of commercial banks in the United States, 25 May 2012. www.federalreserve.gov/releases/H.8.

Board of Governors of the Federal Reserve System. Annual adjustments for reserve calculations and deposit reporting, regulation D, 26 Oct 2011. www.federalreserve.gov/newsevents/press/ bcreg/20111026a.htm.

其他网站

www.federalreserve.gov/releases/Z1 www.federalreserve.gov/releases/H.3/hist.

www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary www.treasurydirect.gov.

www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/tic/documents mnfh.txt.

高等法院案例

First National Bank vs. Fellows, 244 U.S. 416(1917).

McCulloch vs. Maryland, 4 Wheat 316(1819).

Norman vs. Baltimore & Ohio Railroad Co., 294 U.S. 240(1935).

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信:958218088 期货开户和书籍下载请进:https://www.7help.net

一本书了解美国金融体系的运转奥秘

金融世界的驱动力是什么？货币体系如何运作？
如何应对金融风险？货币政策如何影响经济运行？

本书是一本关于金融机构、金融市场和美联储货币政策的上佳读物，与其他关于货币和银行的出版物相比，本书具有两个特点：首先，本书集中了威廉·华莱士先生在美联储系统职业生涯中所获得的观察和经验，从内部人的视角对美国货币体系进行了较为详细的介绍，本书所提供的背景性材料以及作者个人的回忆录有助于读者形成对美联储的运作、美国货币政策的更全面、更深刻的了解；其次，威廉·华莱士先生身兼学者和美联储内部人的双重角色，他对2007年美国次贷危机所引发的全球金融危机的反思，对我国金融市场建设和金融创新具有一定的启发和借鉴意义，并激发我们对当前所面临的挑战进行独立的思考。

夏大慰，上海财经大学原副校长，上海国家会计学院原院长

华莱士先生对美国建国以来的货币体系的演变做了系统全面的描述，即便是一个普通读者也能从本书娓娓道来的平实文风中获得关于货币、银行体系、金融市场以及金融监管等多方面的知识。美联储是对全球经济和金融市场影响最大的货币政策当局，但一般读者对其运作并不清楚。华莱士以美联储内部人的视角介绍了美联储的运作方式并对他所服务的几任主席做了点评，大概能消除笼罩在读者心中对美联储的大部分神秘感。总之，这是一本有趣的读物，值得推荐。

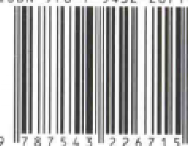
盛松成，中国人民银行参事（央行调查统计司原司长、沈阳分行原行长）

我很高兴威廉·华莱士关于美国货币体系一书被翻译成中文。中国是世界第二大经济体，虽然这是一个古老的社会，但建立金融体系的时间却相对较短。在20多年前，我向人民银行提供过建议，并从那时起就了解它的成长和进步。华莱士先生这一著作反映了过去几十年中美国经验的一些教训。对中国而言，在一个直面挑战的时期，本书将有所助益。

保罗·沃尔克，第12任美联储主席，奥巴马政府经济复苏顾问委员会主席





上架建议：金融
ISBN 978-7-5432-2671-5

定价：48.00元
易文网：www.ewen.co
格致网：www.hibooks.cn